



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TORINO

DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA

DOTTORATO DI RICERCA

in

"DIRITTO, PERSONA E MERCATO"

CICLO XXX

TITOLO DELLA TESI: "L'introduzione del voto plurimo e del voto maggiorato nell'ordinamento italiano"

TESI PRESENTATA DA: Maria Clara Rosso

TUTOR: Chiar.mo Prof. Gianni Mignone

COORDINATORE DEL DOTTORATO: Chiar.mo Prof. Roberto Caranta

ANNI ACCADEMICI: 2014-2017

SETTORE SCIENTIFICO-DISCIPLINARE DI AFFERENZA:

Diritto commerciale (IUS/04)

INDICE

<i>Introduzione</i>	1
---------------------------	---

CAPITOLO I

LA MAGGIORAZIONE DEL VOTO IN ITALIA DAL CODICE NAPOLEONICO AL DL COMPETITIVITÀ. SILENZI E DIVIETI

1.	La diffusione del voto plurimo in Italia prima del divieto del Codice Civile.	4
1.1.	Dalle prime forme di privilegio nell'attribuzione del diritto di voto al Codice di Commercio del 1882.	5
1.2.	La diffusione del voto plurimo negli statuti delle società italiane nella prima metà del 1900: <i>ratio</i> ed esempi.	8
1.3.	<i>Segue</i> . La risposta della giurisprudenza.	13
1.4.	<i>Segue</i> e le reazioni della dottrina.	17
1.5.	I progetti per la riforma del Codice di Commercio.	21
2.	Dall'introduzione del divieto del voto plurimo nel 1942 al fenomeno della <i>regulatory competition europea</i> : la progressiva erosione del principio "one share-one vote".	28
2.1.	Le ragioni e le conseguenze del divieto di maggiorazione del voto.	28
2.2.	L'erosione del principio "un'azione, un voto" tra normativa e prassi.	31
2.3.	I tentativi di armonizzazione a livello europeo. Dal principio di proporzionalità alle politiche di <i>long term investment</i>	38
2.4.	<i>Segue</i> . Il ruolo della <i>regulatory competition</i>	43

CAPITOLO II

PROFILI COMPARATIVI

1.	Il contesto europeo.	46
1.1.	Francia.	47
1.2.	Paesi Bassi.	55
1.3.	Svezia, Danimarca, Finlandia.	60
1.4.	Regno Unito.	62
1.5.	Altri Stati membri in cui è possibile emettere azioni a voto multiplo. Irlanda, Ungheria, Polonia.	64
1.6.	Paesi europei che non ammettono la maggiorazione del voto. Germania, Austria, Belgio, Lussemburgo, Spagna.	65
2.	Stati Uniti d'America.	68
3.	Altri Paesi. Hong Kong, Singapore, Giappone, Svizzera.	73

CAPITOLO III

VOTO PLURIMO E VOTO MAGGIORATO: NORMATIVA E PROBLEMI ERMENEUTICI

1.	L'approvazione del d.l. 24 giugno 2014, n. 91 e la sua conversione in legge. Il voto plurimo.	75
1.1.	Natura giuridica.	77
1.2.	Modalità di introduzione e diritto di recesso. Il <i>quorum</i> rafforzato.	80
1.3.	<i>Segue</i> . La conversione delle azioni.	84
1.4.	<i>Segue</i> . La conversione delle azioni di Banca Sella S.p.A.	86
1.5.	<i>Segue</i> . Emissione di azioni a voto plurimo in sede di aumento di capitale.	88
1.6.	Estensione del voto plurimo a tutte le azioni. Profili di opportunità.	93
1.7.	Modulazione del voto tra limiti legali (contenuti) e ampia autonomia statutaria.	97
1.8.	Il voto plurimo nelle società quotate.	102
1.9.	<i>Segue</i> . Le operazioni di <i>going public</i> delle società F.I.L.A. e Aquafil.	108
2.	Il voto maggiorato.	111
2.1.	Ambito applicativo e natura giuridica.	113
2.2.	Voto maggiorato e categorie di azioni.	116
2.3.	Limiti ed espressioni dell'autonomia statutaria alla luce delle prime esperienze applicative.	122
2.4.	Modalità di introduzione del voto maggiorato. I meccanismi agevolativi.	127
2.5.	Modifica ed eliminazione della clausola di maggiorazione del voto tra i silenzi del legislatore e le proposte della dottrina.	129
2.6.	<i>Segue</i> . La sussistenza del diritto di recesso.	132
2.7.	Elenco Speciale e gestione dei flussi informativi.	136
2.8.	Il concetto di "appartenenza". Cessione e mantenimento del "diritto reale legittimante".	141
2.9.	<i>Segue</i> . Cessioni parziali.	149
2.10.	<i>Segue</i> . Cessioni del controllo.	151
2.11.	<i>Segue</i> . Trasferimenti infragruppo, fondi comuni di investimento e intestazioni fiduciarie.	153
2.12.	La (derogabile, ma non derogata) disciplina del voto maggiorato per i trasferimenti mortis causa.	156
2.13.	<i>Segue</i> per la fusione e scissione del titolare delle azioni.	161
2.14.	<i>Segue</i> e per gli aumenti gratuiti del capitale sociale.	165
2.15.	Aumento oneroso del capitale sociale e <i>opt-in</i> statutario.	168
2.16.	Il voto maggiorato nelle operazioni di fusione e scissione.	170
2.17.	Rinuncia alla maggiorazione del voto.	172
3.	Profili e problemi comuni.	177
3.1.	Il calcolo dei quorum assembleari: chiarimenti (e silenzi) del legislatore.	177
3.2.	<i>Segue</i> . Interpretazione della dottrina.	178
3.3.	<i>Segue</i> e soluzioni della prassi statutaria.	186
3.4.	Il calcolo del voto multiplo in materia di controllo e di comunicazioni relative alle partecipazioni rilevanti.	188
3.5.	Maggiorazione del voto e offerte pubbliche di acquisto.	193
3.6.	<i>Segue</i> . Il superamento passivo delle soglie: rischi e tutele.	198
3.7.	Coordinamento del voto più che proporzionale con il limite di emissione delle azioni senza voto o con voto limitato.	202

CAPITOLO IV
CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Scelte legislative e problemi interpretativi.....	206
Le prime esperienze statutarie di clausole di maggiorazione del voto.....	208
Valutazioni “di merito” alla luce delle prime esperienze applicative.....	210
<i>Tavole Sinottiche</i>	215
Tav. 1 – Società che hanno adottato il voto maggiorato (in ordine cronologico secondo la data di delibera assembleare di introduzione della clausola).....	215
Tav. 2 – Settore di attività e segmento di mercato.....	216
Tav. 3 – Autonomia statutaria nella conformazione del voto maggiorato.....	217
Tav. 4 – Disciplina su modifica ed eliminazione della clausola di maggiorazione.....	218
Tav. 5 – Individuazione del concetto di “appartenenza” delle azioni ed effetti conseguenti alla costituzione di diritti reali sulle azioni.....	219
Tav. 6 – Cambio del controllo, OICR e intestazioni fiduciarie.....	220
Tav. 7 – Cessioni <i>mortis causa</i> (art. 127- <i>quinquies</i> , comma 3, lett. a, TUF).....	221
Tav. 8 – Fusione e scissione del titolare delle azioni a voto maggiorato.....	222
Tav. 9 – Modifiche del capitale e operazioni straordinarie: <i>opt-in e opt-out</i> statutari.....	223
Tav. 10 – Rinuncia al diritto di maggiorazione del voto	224
<i>Bibliografia</i>	225
<i>Massime Notarili</i>	254
<i>Giurisprudenza</i>	256
<i>Articoli su Quotidiani</i>	258

INTRODUZIONE

Nell'estate del 2014 il legislatore italiano ha operato un rilevante modifica alla disciplina delle società per azioni, eliminando il divieto di emissione di azioni a voto plurimo che imperava fin dal 1942.

Benché l'Italia non sia del tutto nuova a forme di maggiorazione del voto, per la prima volta in assoluto il voto più che proporzionale riceve nel nostro ordinamento una consacrazione a livello normativo. All'inizio del secolo scorso, infatti, quando sulla scia dell'esempio francese e tedesco erano andate diffondendosi le strutture societarie che oggi definiremmo *dual class*, il fenomeno nacque e si sviluppò esclusivamente nella prassi. Nonostante non fossero mancate proposte di riforma volte a disciplinare il voto plurimo, le correnti contrarie alla legittimazione di tale strumento, peraltro rafforzatesi dopo la crisi del '29, prevalsero, cosicché il voto più che proporzionale, invece che trovare un riconoscimento nel Codice Civile del 1942, fu reso oggetto del noto divieto di cui al (previgente) art. 2351 c.c.

Il cammino di circa settant'anni che ha portato all'abrogazione di tale divieto ha visto come protagonisti sia la tendenza - non solo italiana - ad un sempre maggior ricorso a deviazioni dal principio di proporzionalità tra rischio e potere (tendenza che ha recentemente provocato un ripensamento delle stesse *policies* europee), sia l'instaurarsi di una logica di "*regulatory competition*" tra Stati, che ha spinto il legislatore a rendere l'ordinamento italiano più "competitivo", al fine di evitare che altre società, seguendo l'esempio del Gruppo Fiat (ora *Fiat Chrysler Automobiles N.V.*), trasferissero le loro sedi oltreconfine.

Il d.l. 24 giugno 2014 n. 91 - convertito con la Legge 11 agosto 2014 n. 116 - dando cittadinanza al voto plurimo e maggiorato, ha dunque permesso di eliminare quelle "asimmetrie regolamentari" che il nostro Paese scontava nelle logiche di competizione tra Stati. A ben vedere, tra le «misure di semplificazione a favore della quotazione delle imprese» previste nella versione originaria del decreto figurava solo il voto maggiorato (la cui disciplina, ispirata al *vote double* francese, è stata introdotta all'art. 127-*quiquies* TUF), mentre la possibilità di emettere azioni a voto plurimo nelle società chiuse (e di mantenerle anche dopo la quotazione) è

stata inserita solo in sede di conversione del decreto, attraverso un mera modifica dell'art. 2351 c.c. e l'inserimento dell'art. 127-*sexies* TUF.

L'obiettivo che la presente ricerca si propone è dunque quello di esaminare i problemi, le implicazioni e l'impatto che l'introduzione del voto più che proporzionale ha comportato.

Pertanto, dopo un'analisi storica della maggiorazione del voto in Italia e un esame comparatistico delle più rilevanti legislazioni straniere che già la contemplano, ampio spazio verrà dedicato alla disciplina dettata dal legislatore della riforma, cercando di coordinare le nuove disposizioni con un impianto normativo da sempre "estraneo" a forme di voto più che proporzionale e soffermandosi in particolare sugli aspetti interpretativi più problematici. Attraverso un confronto tra contributi resi dalla dottrina in materia e analizzando le esperienze applicative nei primi tre anni della riforma, si tenterà quindi di suggerire alcune risposte ai molti interrogativi che la riforma ha posto.

Quanto alle citate esperienze applicative, per il voto plurimo - poiché proprio delle società chiuse, rispetto alle quali non è possibile reperire dati statistici completi ed operare confronti su scala nazionale, anche da un punto di vista di scelte statutarie - ci si è limitati ad analizzare il caso di Banca Sella, oltre alle operazioni di F.I.L.A. e Aquafil, al momento uniche due società ad aver sfruttato il voto plurimo quale strumento per l'ingresso nei mercati regolamentati. Per ciò che concerne le società quotate e il ricorso delle medesime al voto maggiorato, invece, è stato possibile operare un confronto tra tutti e trentacinque gli statuti delle società che, al dicembre 2017, hanno adottato la clausola di maggiorazione.

L'analisi di tali (prime) esperienze consentirà di verificare se la possibilità di creare azioni a voto multiplo costituisca - come da molti temuto - un mezzo di cristallizzazione degli assetti proprietari o se - come era nello spirito della riforma - possa contribuire ad incentivare le quotazioni in borsa, a favorire operazioni di ricapitalizzazione efficienti e ad incoraggiare investimenti di lungo periodo. Si cercherà di indagare, in conclusione, se l'attuale maggior libertà statutaria, nata da una scelta del legislatore nazionale in un quadro europeo di *regulatory competition*, si traduca in una positiva crescita e creazione di ricchezza, mantenendosi in un'ottica di "race to the top" e non sfoci, invece, come le teorie più pessimistiche

sostengono, in mere operazioni di estrazione di benefici privati, distorsive del regolare funzionamento del mercato.

CAPITOLO I

LA MAGGIORAZIONE DEL VOTO IN ITALIA DAL CODICE NAPOLEONICO AL DL COMPETITIVITÀ, SILENZI E DIVIETI

Sommario: 1. La diffusione del voto plurimo in Italia prima del divieto del Codice Civile. – 1.1. Dalle prime forme di privilegio nell’attribuzione del diritto di voto al Codice di Commercio del 1882. – 1.2. La diffusione del voto plurimo negli statuti delle società italiane nella prima metà del 1900: *ratio* ed esempi. – 1.3. *Segue*. La risposta della giurisprudenza – 1.4. *Segue*. ... e le reazioni della dottrina. – 1.5. I progetti per la riforma del Codice di Commercio. 2. Dall’introduzione del divieto del voto plurimo nel 1942 al fenomeno della *regulatory competition* europea: la progressiva erosione del principio “*one share-one vote*”. – 2.1. Le ragioni e le conseguenze del divieto di maggiorazione del voto. – 2.2. L’erosione del principio “un’azione, un voto” tra normativa e prassi. – 2.3. I tentativi di armonizzazione a livello europeo. Dal principio di proporzionalità alle politiche di *long term investment*. – 2.4. *Segue*. Il ruolo della *regulatory competition*.

1. La diffusione del voto plurimo in Italia prima del divieto del Codice Civile.

Negli anni di forte svalutazione monetaria che seguirono il primo conflitto mondiale numerose società italiane, al fine di stabilizzare l’amministrazione e così far fronte ai sempre più alti rischi di scalate, grazie alle maglie sufficientemente larghe di una legislazione quasi silente sul punto, introdussero nei propri statuti il voto plurimo, seguendo il modello che si stava diffondendo in Paesi vicini, quali, soprattutto, Francia e Germania.

Fu solo con l’emanazione del Codice Civile del 1942 che il legislatore italiano, vietando espressamente il voto plurimo, aprì una finestra temporale in cui la maggiorazione del voto perse la cittadinanza nel nostro ordinamento, cittadinanza riacquisita dopo circa settant’anni, con la recente riforma del 2014¹.

Sorge dunque spontaneo il confronto tra maggiorazione del voto così come concepita nella prima metà del secolo scorso e come oggi disciplinata: da tale confronto emergono non pochi parallelismi, sia a livello di disciplina, sia, soprattutto, di scopi perseguiti. Spicca tuttavia una principale differenza, concernente le “modalità di introduzione” dello strumento del voto plurimo, in quanto, all’inizio del XX° secolo, esso «si è sviluppato improvvisamente, ma con tale imponenza, vor-

¹ La riforma concernente la maggiorazione del voto è contenuta all’art. 20 del d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito, con modificazioni, dalla l. 11 agosto 2014, n. 116, in *Gazzetta Ufficiale, Serie Generale*, del 20 agosto 2014, n. 192, n. 192, *Suppl. Ordinario* n. 72.

remmo dire, *violenza* da imporsi alla *attenzione* del legislatore»²; nel 2014, invece, la “*violenza*” è se mai da imputarsi al legislatore, che, nell’apparente tranquillità di una pausa estiva, ha frettolosamente smantellato il divieto di voto plurimo, mentre l’“*attenzione*” richiesta è fuor di dubbio quella del giurista, cui è attribuito il compito di interpretare il dettato della riforma e coordinarlo con l’impianto delle norme vigenti.

Prima di esaminare tali problemi interpretativi, può tuttavia essere utile ripercorrere l’esperienza italiana in materia di attribuzione non proporzionale del diritto di voto, a partire dalle prime forme di “privilegio”, diffuse in Europa - prima ancora che in Italia - a partire dal XVI° secolo, per poi soffermarsi sugli anni del primo dopoguerra, periodo di maggior fortuna del voto plurimo; si potrà così apprezzare come gli orientamenti radicalmente favorevoli e contrari a tale strumento di rafforzamento del controllo muovessero da istanze assimilabili - con le opportune e naturali differenze - a quelle su cui si fonda l’attuale dibattito concernente il voto plurimo.

1.1. Dalle prime forme di privilegio nell’attribuzione del diritto di voto al Codice di Commercio del 1882.

Non vi è certezza circa la data e il luogo in cui le azioni a voto plurimo fecero la loro prima comparsa ma, sebbene il fenomeno abbia assunto una rilevanza significativa solo nei primi anni dello scorso secolo, le radici dello stesso affondano in epoche ben più risalenti.³

Fin dalle prime manifestazioni della realtà azionaria, identificate dalla migliore dottrina nelle compagnie coloniali⁴, «la puntuale corrispondenza tra capaci-

² T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo nelle società per azioni*, in *Archivio giuridico*, 1925, 146 (corsivo aggiunto).

³ G. FRÉ, *Le azioni a voto plurimo. Origini delle azioni a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, 134.

⁴ G. COTTINO, *Introduzione al trattato. Il diritto commerciale tra antichità, medioevo e tempo presente: una riflessione critica*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, I, Padova, 2001, 281, 287. L’Autore ravvisa i primi fenomeni «di più specifico e inequivoco segno societario» nell’era delle compagnie coloniali, quando «per la prima volta si diedero forma giuridica e gambe operative ad un’impresa collettiva a base capitalistica ed a vocazione macroimprenditoriale, aperto, in alcune sue manifestazioni significative, all’investimento di massa, capace di raccogliere le risorse necessarie per i “lungi viaggi oceanici” ripartendone i rischi». Sulla Compagnia olandese

tà deliberativa e risorse impiegate, nonché il riconoscimento a tutti i soci della facoltà di votare, erano [...] elementi del rapporto partecipativo soltanto eventuali»⁵.

Già le “crisalidi” che avrebbero poi consentito alle società anonime ottocentesche di “spiegare le ali”⁶, dunque, non costituivano applicazione di un principio di proporzionalità tra investimento e potere: le prime Compagnie coloniali, anche se, in alcuni casi, aperte a tutte le classi sociali⁷, tendevano a riservare solo a coloro che detenevano un numero minimo di azioni sia il potere di nomina degli amministratori sia l’esercizio delle funzioni gestorie⁸.

Meccanismi simili furono successivamente adottati anche nelle realtà “aziendarie” italiane tra i secoli XVII e XVIII, in quanto «solo in via occasionale viene riconosciuto un voto per ogni unità di partecipazione»⁹, mentre, nella maggior parte dei casi, il diritto di voto fu riservato a coloro che detenevano un ammontare minimo di partecipazioni in società¹⁰.

se delle Indie orientali e sull’*East India Company* inglese cfr. anche A. VIGHI, *Nozioni storiche sugli amministratori ed i sindaci delle società per azioni anteriori al codice di commercio francese*, in *Riv. soc.*, 1969, 675 e M. SCIUTO-P. SPADA, *Il tipo delle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E Colombo e G.B. Portale, 1*, Torino, 2004, 19 ss.

⁵ G.P. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011, 3, il quale sul tema richiama anche P. LEDOUX, *Le droit de vote des actionnaires*, Parigi, 2002, 22 ss.

⁶ La metafora è di G. COTTINO, *Introduzione al trattato*, cit., 287.

⁷ Una rilevante differenza, in questo senso, tra la *East India Company* inglese e la Compagnia delle Indie Orientali olandese, riassunta efficacemente da G. COTTINO, *Introduzione al trattato*, cit., 284 con l’espressione «democrazia nell’oligarchia, quella della compagnia inglese, oligarchia nella democrazia, quella della compagnia olandese». Sul punto, A. MIGNOLI, *Idee e problemi nell’evoluzione della «company» inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, 669 ss.

⁸ R. BANFI, *Nota introduttiva a K. Marx, L’East India Company*, in *Riv. soc.*, 1965, 397, il quale riporta che il governo dell’*East India Company* era affidato alla *Court of Directors*, i quali erano «eletti dagli azionisti possessori di azioni per almeno 2.000 sterline»; A. VIGHI, *Nozioni storiche*, cit., 687; G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 3.

⁹ G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 4, il quale fa riferimento agli statuti raccolti da P. UNGARI, *Statuti di compagnie e società azionarie italiane (1638-1808)*, Milano, 1993. Da molti statuti, si precisa tuttavia, «non è stato possibile ricavare indicazioni attendibili sui criteri di riparto dei voti, per l’ambiguità delle clausole, per l’assenza di regole statutarie sul funzionamento dell’assemblea e in altri casi ancora per la mancanza di un vero e proprio organo assembleare».

¹⁰ Si ricordino la Compagnia Marittima di S. Giorgio del 1653 (artt. 6 e 8); la Compagnia Generale di Assicurazioni Marittime del 1741 (cap. 4); la *Compagnie des Messageries de Savoie* del 1789 (art. 21); la Società della Miniera di Rame in Garfagnana del 1760 (art. 13). Per ulteriori esempi si rimanda all’elenco compilato da G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 4-5, spec. note 9-12.

All'inizio del XIX secolo si assistette ai primi tentativi di dare una disciplina alla suddivisione dei voti tra i soci¹¹, ma nel 1808, con l'entrata in vigore (nel Regno italico, nel Regno di Napoli e nelle regioni italiane annesse alla Francia) del Codice di commercio napoleonico, privo di una disciplina specifica sull'assemblea, vi fu un arresto sul punto, anche in considerazione del fatto che proprio dal Codice napoleonico furono mutuati i successivi Codice del Regno delle due Sicilie del 1818 e Codice di commercio sardo del 1842¹².

Per i nuovi progetti di riforma si dovette attendere il 1865 ma, nonostante non mancassero proposte alternative¹³, il Codice di Commercio emanato in quell'anno conservò ancora lo schema "autorizzazione governativa-disciplina interamente rimessa alle parti"¹⁴, schema che fu rovesciato solo con il successivo Codice di Commercio del 1882 che, a fronte dell'eliminazione dell'autorizzazione governativa, riduceva l'autonomia statutaria dettando una disciplina più specifica, anche con riguardo al diritto di voto¹⁵.

In sintesi, l'art. 164 di quest'ultimo Codice enunciò il principio - derogabile per espressa previsione di legge - secondo cui ogni azione attribuiva eguali diritti, facendo in ogni caso salvo - questa volta inderogabilmente - il diritto di voto in capo ad ogni azionista nelle assemblee generali; fu inoltre stabilito un sistema di voto scalare - derogabile - al fine di limitare la concentrazione del potere nelle

¹¹ Il progetto Baldisseroni di codificazione commerciale del 1806 si limitava invero a prevedere, all'art. 506 che «in caso di discrepanza di sentimenti fra i soci circa l'amministrazione degli oggetti sociali, la pluralità dei voti fra gli interessati determina il partito da prendersi», così come il successivo progetto De Stefani del 1808 (art. 145); per entrambi i progetti si rimanda ad A. SCIUMÈ, *I progetti del codice di commercio del Regno italico (1806-1808)*, Milano, 1999, 128, 473 e A. PADOA SCHIOPPA, *Saggi di storia del diritto commerciale*, Milano, 1992, 138.

¹² Sul punto, cfr. G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 7 e F. GALGANO, *Storia del diritto commerciale*, Bologna, 1976, 79-84.

¹³ Tra esse, si ricordi, quella di eliminare il vincolo dell'autorizzazione governativa, dettando una disciplina più puntuale più puntuale sull'assemblea che prevedeva il voto per teste in ogni materia di competenza dell'assemblea stessa. Cfr. G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 7-8.

¹⁴ L'art. 143 del Codice di Commercio del 1865 si limitava a prevedere: «Lo statuto sociale determina quando gli azionisti dovranno essere convocati in assemblea generale, le materie sopra le quali dovranno deliberare, il numero degli azionisti necessario per la validità delle deliberazioni, e il modo con cui i medesimi eserciteranno il diritto di suffragio». Sul punto, L. BORSARI, *Il Codice di Commercio del Regno d'Italia Annotato*, Torino, 1869, 455, richiamato, tra gli altri, anche da M. LAMANDINI, *Capitale di rischio, capitale di debito e diritto di voto. Spunti per la riforma del diritto societario*, in *Banca Impresa*, 2000, 3, 358.

¹⁵ Sulle ragioni che portarono all'abolizione dell'autorizzazione governativa, si veda A. PADOA SCHIOPPA, *La normativa sulle società per azioni: proposte e riforme, un concerto a più voci (1882-1942)*, in AA.VV., *Tra imprese e istituzioni 100 anni di Assonime*, vol. 4, Bari, 2010, 8.

mani di pochi¹⁶. Il Codice di Commercio del 1882 si colloca, dunque, come tappa di un progressivo processo di “democratizzazione” che, secondo la dottrina, fu anche influenzato dal fenomeno dell’allargamento del suffragio elettorale sulla scena politica¹⁷.

Tuttavia, se il Codice ebbe il merito di porre fine alle derive oligarchiche proprie delle prime società anonime, rendendo illegittimi i tetti minimi per l’attribuzione del diritto di voto, e di aver proposto, almeno a livello di regime legale, il principio di eguaglianza dei diritti incorporati nei titoli azionari, esso non introdusse una disciplina tale da impedire deviazioni - anche significative - dal principio “un’azione, un voto”. Fermo restando il «doppio divieto di emettere azioni prive di voto, nonché di imporre tetti minimi per partecipare alle assemblee, desumibili entrambi dall’art. 164, comma 1»¹⁸, entro i confini non troppo stretti di tale assetto normativo trovarono cittadinanza non solo le deroghe al regime del voto scalare, ma anche quelle al principio di eguaglianza dei diritti attribuiti agli azionisti.

1.2. *La diffusione del voto plurimo negli statuti delle società italiane nella prima metà del 1900: ratio ed esempi.*

Fu proprio il Codice di Commercio del 1882 il “terreno normativo” in cui poterono germogliare, a partire dall’inizio del novecento, le azioni a voto plurimo, ossia quelle «azioni privilegiate che conferiscono al possessore un diritto di voto

¹⁶ Sul dibattito sorto in occasione dei lavori preparatori, P. UNGARI, *Profilo storico del diritto delle anonime in Italia. Lezioni*, Roma, 1974, 61 ss. Per approfonditi commenti sulle norme (riportate integralmente *infra* Cap. I, par. 1.3., spec. note 40-41), si vedano le Relazioni Mancini e Lampertico in A. MARGHERI, *I motivi del nuovo Codice di commercio italiano. Appendice*, IV, Napoli, 1885, 204, 251; C. ANGELICI, *Discorsi di diritto societario*, in *Negozianti e imprenditori. 200 anni dal Code de commerce*, Milano, 2008, 142 ss.; ID., *Note minime su “La libertà contrattuale e i rapporti societari”*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 403 ss. e A. PADOA SCHIOPPA, *La normativa sulle società per azioni: proposte e riforme*, cit., 7 ss.

¹⁷ «Così come la classe politica doveva essere sottoposta al giudizio elettorale, anche la classe imprenditoriale doveva essere sottoposta allo scrutinio delle assemblee degli azionisti», F. GALGANI, *La società per azioni. Principi generali (artt. 2325-2341)*, in *Il Codice Civile. Commentario*, diretto da P. Schlesinger, 1996, 22, come richiamato da S. ALVARO-A. CIAVARELLA-D. D’ERAMO-N. LINCIANO, *La deviazione dal principio un’azione-un voto e le azioni a voto multiplo*, in *Riv. soc.*, 2014, 479 ss. e in *Quaderni giuridici CONSOB*, 5, 2014, 23.

¹⁸ G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 9.

più elevato di quello che attribuiscono le azioni ordinarie»¹⁹. Forti di una tradizione plurisecolare di autonomia statutaria e dinamiche non propriamente “democratiche”, anche se non previste espressamente dal Codice, le azioni a voto plurimo ancorarono le proprie radici alla possibilità concessa dall’art. 164 di derogare agli “eguali diritti” incorporati nei titoli e, non privando alcun azionista del “diritto di voto nelle assemblee generali” (unico limite inderogabile previsto dal medesimo articolo), poterono fiorire - in realtà non del tutto indisturbate²⁰ - per circa un trentennio.

Il ricorso alla ripartizione non proporzionale del diritto di voto non può che considerarsi parte di quel più generale processo di «dissociazione tra proprietà e controllo e tra rischio e potere»²¹ che, definito come «connaturale con la grande impresa azionaria»²², si è sempre più acuito con la diffusione delle azioni tra il pubblico e del conseguente assenteismo da parte di chi «non può e non vuole interferire nella vita della società, interessato ad un buon investimento e ad una congrua remunerazione del denaro piuttosto che alla partecipazione alla gestione sociale»²³.

L’assenteismo degli azionisti, dunque, “preparò la via” alla pratica statutaria volta a tutelare la stabilità dell’amministrazione da eventuali cambiamenti nella compagine sociale e proteggerla contro azionisti interessati più all’immediato profitto che allo sviluppo dell’oggetto sociale²⁴. Fu proprio tale tendenza, già considerata da alcuni Autori una risposta alle “sane esigenze economiche” proprie di tutta l’economia capitalistica²⁵, a trovare la sua massima espressione in quei deli-

¹⁹ G. FRÉ, *Le azioni a voto plurimo. Origini delle azioni a voto plurimo*, cit., 136.

²⁰ Non mancarono alcune pronunce giurisprudenziali che negarono l’omologazione di delibere di aumento del capitale con emissione di azioni a voto plurimo, così come non mancarono, in dottrina, commenti profondamente critici nei confronti di tali azioni. Più approfonditamente, sul punto, i successivi par. 1.3. -1.4.

²¹ G. COTTINO, *La riforma delle società commerciali*, Modena, 1968, 3, il quale richiama i contributi di Berle e Means: A. BERLE-G. MEANS, *The modern corporation and Private Property*, New York, 1932 (pubblicato dopo circa trent’anni anche in traduzione italiana, A. BERLE-G. MEANS, *Società per azioni e proprietà privata*, Torino, 1966) e A. BERLE, *Power without property*, New York, 1959.

²² A. MIGNOLI, *Idee e problemi nell’evoluzione della «company» inglese*, cit., 670.

²³ G. COTTINO, *op. loc. ult. cit.*

²⁴ A. ARCANGELI-T. ASCARELLI, *Il regime delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, I, 162.

²⁵ A. ARCANGELI-T. ASCARELLI, *op. ult. cit.*, 163.

cati anni che seguirono il primo conflitto mondiale, anni in cui l'inasprimento della concorrenza internazionale, combinata alla forte svalutazione monetaria, portò moltissime società ad emettere azioni a voto plurimo, ossia quello strumento che più di tutti era in grado di «assicurare continuità nell'indirizzo dell'azienda, di porre la società al sicuro dalle manovre di gruppi finanziari nazionali e stranieri concorrenti (e) di remunerare coloro che della società sono stati i fondatori»²⁶.

Il privilegio della maggiorazione del voto raggiunse in Italia il massimo successo negli anni '20 del secolo scorso²⁷, ma non mancano esempi ancora più risalenti, quale quello della Banca Commerciale Italiana, che già nel settembre del 1897 modificò il proprio statuto introducendovi le azioni a voto potenziato al fine di difendersi contro tentativi di scalate ostili²⁸.

Quanto alle motivazioni che portarono alla diffusione delle azioni a voto plurimo, la quasi totalità degli Autori richiama il tentativo, da parte delle società, di «assicurare la stabilità del controllo a fronte del rischio di scalate da parte del capitale straniero in un momento di marcata debolezza della moneta nazionale»²⁹,

²⁶ T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo nelle società per azioni*, cit., 131.

²⁷ A. ZOPPINI, *Patti di sindacato, possesso mediato e azioni a voto plurimo o maggiorato*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, in *Quaderni Cesifin*, 65, Torino, 2016, 39.

²⁸ Sul punto, si veda approfonditamente V. CARIELLO, «Un formidabile strumento di dominio economico»: *contrapposizioni teoriche, 'battaglie' finanziarie e tensioni ideologiche sul voto potenziato tra le due Guerre Mondiali*, Milano, 2015, 101 ss. e ID., *Azioni a voto potenziato, "voti plurimi senza azioni" e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, 164 e in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 133 ss., con numerosi riferimenti ai documenti conservati presso l'Archivio Storico Intesa San Paolo. Tra questi, si richiama in particolare il verbale dell'assemblea del 3 settembre 1897 (*Archivio Storico Intesa San Paolo, Patrimonio Banca Commerciale Italiana (ASI-BCI), VAG-1, f. 48*), gli statuti che si sono susseguiti negli anni (*ivi, Fondo Statuti e Regolamenti*, cart. 2, fasc. 1) e lo scambio di lettere tra il principale consulente della Banca, l'Avv. Giussani, e il direttore generale dell'ABI, Avv. Bianchini, in cui il primo si esprime a favore di un riconoscimento esplicito dell'istituto in sede di riforma del Codice di Commercio (*ivi, Fondo Segreteria Toeplitz*, cart. 46).

²⁹ P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, a cura di V. Di Cataldo-V. Meli-R. Pennisi, I, Milano, 2015, 3. In senso analogo già C. VIVANTE, *I progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, 432, 436; A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni* (nota a App. Milano, 11 agosto 1925), in *Foro it.*, I, 1925, 760; A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in *Riv. soc.*, 1961, 929 e, più recentemente, A. ANGELILLIS-M.L. VITALI, *Commento sub. art. 2351 c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2008, 462, spec., nt. 279; G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 117; B. MASSELLA DUCCI TERI, *Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 750; U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 18.

anche se non sono mancate voci più scettiche, secondo cui «specialmente ragioni di privato tornaconto introdussero nel nostro paese questo formidabile strumento di dominio economico. Le giustificazioni giuridiche e nazionali, come sempre accade per questi fenomeni economici, determinati dalla leva dell'interessi, vennero dopo»³⁰.

Al di là delle considerazioni più generali, merita attenzione l'elenco redatto dallo Scialoja a commento di una delle più importanti pronunce della giurisprudenza di merito sul punto³¹, in cui l'Autore riporta, con dovizia di dettagli, gli estremi di tutte le società che in quegli anni adottarono la maggiorazione del voto, catalogandole secondo lo scopo nel concreto perseguito. L'obiettivo dell'Autore non fu solo quello di testimoniare le dimensioni del fenomeno, così da dimostrare che la maggiorazione del voto altro non potesse considerarsi che «una logica evoluzione di un istituto (*ovvero la società anonima*) che può e deve adeguarsi alle nuove necessità della realtà economica»³², ma anche quello di riportare «le modalità, i temperamenti ed i limiti, con i quali viene spontaneamente regolato nella vigile esperienza degli affari»³³.

Il principale scopo per cui le società decidevano di adottare il voto plurimo - secondo la catalogazione dello Scialoja - consisteva nell'«assicurare la posizione dei fondatori della società, o conservare la continuità dell'amministrazione nelle mani del gruppo dirigente»³⁴, così che i fondatori potessero reperire ingenti capitali (emettendo azioni ordinarie, spesso dotate di privilegi patrimoniali), pur mantenendo, attraverso le azioni a voto plurimo (generalmente soggette a vincoli di intrasferibilità) la direzione degli affari: oltre ai famosi esempi francesi e tedeschi della *Société Centrale des Banques de province* e della Società Krupp, che precedettero le società italiane nel ricorso a detto strumento³⁵, sono riportate, tra le altre, la Società anonima Cibeles e la Società Alberghi Terme affini, entrambe con

³⁰ G. FRÉ, *Le azioni a voto plurimo. Le azioni a voto plurimo in Italia*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, 253. Conforme, anche se con minor enfasi, M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 2*, Torino, 1991, 52, spec. nt. 27.

³¹ A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, cit., 758.

³² A. SCIALOJA, *op. ult. cit.*, 761 (corsivo aggiunto).

³³ A. SCIALOJA, *op. loc. ultt. citt.* (corsivo aggiunto).

³⁴ A. SCIALOJA, *op. loc. ultt. citt.*

³⁵ Più approfonditamente sull'esperienza francese e tedesca, cfr. il successivo Capitolo II.

sede in Roma, la Società Autostradale Sated di Milano e la Società “Unica” torinese.

Simile lo scopo perseguito dalla Società nazionale oli minerali e dal Consorzio Mobiliare Finanziario³⁶, ossia quello di impedire accaparramento di azioni sociali (in luogo dei sindacati di difesa) e favorire un più economico finanziamento senza la necessità di immobilizzare capitali troppo ingenti. In particolare, nello stesso verbale dell’assemblea con cui il Consorzio Mobiliare Finanziario deliberò l’emissione di azioni a voto plurimo (offerte - si noti - in opzione a tutti i soci), emerge la volontà di «agevolare da un lato la diffusione nel pubblico del nostro titolo, e dall’altro di non compromettere quella continuità e stabilità di intenti e di indirizzo, che in ogni azienda è elemento di successo, e nella nostra è condizione stessa di vita»³⁷.

Tra le finalità perseguite si ricorda ancora quella di assicurare il controllo alla società centrale sulle filiali (è il caso della Società Mira-Lanza, fabbriche di saponi e candele di Milano), di accordare dominio ai soci conferenti denaro in confronto a quelli che apportano beni in natura o brevetti (come nella Società automobili Ansaldo di Torino e la Società Brevetti Elettrograph di Genova) e di stabilizzare il carattere nazionale della società (quali la Società Esercizi Telefonici di Roma, la Società telefonica interregionale piemontese lombarda e la Snia-Viscosa, considerata una delle più potenti società italiane dell’epoca³⁸).

L’elencazione dello Scialoja si conclude con l’elenco dei casi in cui, più in generale, era necessario graduare l’influenza di diversi gruppi o di diverse aziende (come per la Società idroelettrica Piemonte), confinando infine in una categoria residuale quelli, invero numerosi, in cui la mancanza di sufficienti informazioni non permetteva di rilevare le particolarità ed i fini del procedimento.

³⁶ Il Consorzio, costituito nel marzo 1920, possedeva una ingente parte delle azioni della Banca Commerciale Italiana al fine di “proteggere” quest’ultima dai tentativi di scalate dei Fratelli Perrone (attraverso la Banca Industriale Italiana). Il Consorzio, peraltro, fu protagonista della vicenda giudiziaria conclusasi con l’importantissima sentenza della Corte di Cassazione che riconosce la legittimità del voto plurimo (Cass., 15 luglio 1926, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II, 373 e in *Foto it.*, 1926, 713), su cui *infra*, Cap. I, par. 1.3. Sul legame tra il Consorzio e la Banca Commerciale Italiana, si veda V. CARIELLO, “*Un formidabile strumento di dominio economico*”, cit., 113 ss.

³⁷ L’estratto del verbale è riportato da A. SCIALOJA, *op. ult. cit.*, 764.

³⁸ A. SCIALOJA, *op. ult. cit.*, 766.

Può ancora esser utile segnalare che, delle circa quaranta società esaminate dallo Scialoja, la quasi totalità attribuiva ai titolari delle azioni privilegiate cinque o dieci voti, in più rari casi erano solo due o tre e solo la Società “Unica” costituita a Torino nel 1924 arrivava ad attribuire cinquanta voti per ogni azioni privilegiata, a dimostrazione del fatto che, anche per ciò che concerne il numero di voti attribuiti, i modelli francesi e tedeschi hanno non poco influenzato le – di poco successive – scelte delle società italiane³⁹.

1.3. Segue. *La risposta della giurisprudenza.*

L'introduzione delle azioni a voto plurimo negli statuti societari scatenò un acceso dibattito sia in giurisprudenza che in dottrina.

Il problema di base consisteva nel fatto che, come riferito, il Codice di Commercio del 1882 non prevedeva espressamente la possibilità di creare azioni che attribuissero un privilegio nel diritto di voto. Detto silenzio - pur calato in un sistema normativo caratterizzato da un ampio grado di autonomia statutaria - costituì il fulcro delle argomentazioni di coloro che si pronunciarono in senso contrario alla maggiorazione del voto; coloro che, invece, si schierarono a favore della stessa, non considerarono il silenzio del legislatore come ostativo, ma, all'opposto, ravvisarono proprio nelle maglie del Codice, che vietava espressamente solo l'emissione di azioni prive del diritto di voto, gli spunti normativi per argomentare la legittimità del nuovo strumento.

Gli articoli del Codice di Commercio che rivestirono il ruolo di protagonisti nel dibattito furono il 164⁴⁰ e il 157⁴¹ ma, ai fini della presente ricerca, più che sulle argomentazioni relative a norme (e silenzi) di un codice ormai non più in vi-

³⁹ H. MAZEAUD, *Le vote privilégié dans les sociétés de capitaux*, Parigi, 1924, 17 il quale riporta che una sola società aveva emesso azioni con 400 voti e che, a prevalere, erano le società con azioni che attribuivano dieci voti.

⁴⁰ Art. 164, comma 1, Codice di Commercio: «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».

⁴¹ Art. 157, comma 1, Codice di Commercio: «[...] 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 [...]».

gore⁴², si ritiene qui preferibile soffermarsi sulle “valutazioni di merito” che furono elaborate non solo dalla dottrina ma anche dalla giurisprudenza, così da poterne apprezzare i parallelismi con i più recenti commenti formulati in occasione della riforma del 2014.

Per ciò che concerne la giurisprudenza, i Tribunali, chiamati a vagliare in sede di omologazione la legittimità delle delibere con cui venivano emesse le azioni a voto plurimo, furono - almeno inizialmente - contrari ad avallare la prassi che andava diffondendosi⁴³. Tuttavia, molti di quei primi Decreti che avevano negato l'omologazione furono successivamente riformati⁴⁴, seguendo la linea adottata nel luglio 1926 dalla stessa Cassazione del Regno, che consacrò l'ormai inarrestabile diffondersi della maggiorazione del voto⁴⁵.

⁴² In sintesi, coloro che si professarono contrari alla maggiorazione del voto sostenevano che l'art. 164 operava una distinzione tra diritti patrimoniali, uguali per tutte le azioni «se non (era) stabilito diversamente nell'atto costitutivo» e il diritto di voto, rispetto al quale il legislatore avrebbe imposto uguaglianza di trattamento al fine di proteggere l'efficacia della partecipazione, facendo espressamente salvo «ad ogni azionista il diritto di voto nelle assemblee generali». Di conseguenza, in assenza di una disposizione espressa, non si sarebbe potuta derogare tale uguaglianza nel diritto di voto. Inoltre, l'art. 157, dettando un sistema di voto scalare, anche se derogabile, avrebbe accentuato lo schema anti-oligarchico proprio del predetto art. 164, non contemplando altro caso in cui l'azionista possa disporre di una pluralità di voti, che quello in cui egli possieda più azioni.

Specularmente, i sostenitori della liceità delle azioni a voto plurimo ritenevano che la possibilità di deroga ammessa dall'art. 164 fosse riferibile tanto ai diritti patrimoniali che a quelli amministrativi e che la precisazione «salvo però ad ogni azionista il diritto di voto» costituisse un limite inderogabile solo *in peius* e non la statuizione di un rigido principio di “un'azione, un voto”; lo stesso art. 157 veniva portato a dimostrazione del fatto che non si era in presenza di un sistema di necessaria corrispondenza tra numero di azioni e numero di voti. A sostegno di tale interpretazione venne spesso ricordata la relazione Mancini che si esprimeva in tali termini: «il diritto di voto è regolato dal contratto e nessun pubblico interesse richiede che in ciò sia posto alcun limite alla libertà dei contraenti salvo sempre il principio che ogni azione debba avere almeno un voto nelle assemblee generali» (P.S. MANCINI, *Relazione del ministro di grazia e giustizia e dei culti (Mancini), od Esposizione dei motivi del progetto del codice di commercio pel regno d'Italia presentato al senato del regno d'Italia nella tornata del 18 giugno 1877 dallo stesso ministro di concerto col ministro di agricoltura e commercio (Majorana-Calatabiano): col testo del progetto*, IV, Roma, 1878, Parte I, n. 88, LXXVIII, 362).

⁴³ Trib. Milano, 25 luglio 1924, in *Temi Lombarda*, 1924, 444; Trib. Milano, 1 dicembre 1924, citata in App. Milano, 16 dicembre 1924, in *Riv. dir. comm.*, 1925, 210; Trib. Milano, 4 maggio 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 488, con nota di SRAFFA e in *Giur. it.*, 1925, I, 2, 415, con nota da CASSINELLI; Trib. Torino, 9 dicembre 1926, *Foro sub.*, 1927, 38; Trib. Roma, 17 novembre 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II, 79.

⁴⁴ I primi quattro provvedimenti sopra riportati furono riformati rispettivamente con App. Milano, 13 agosto 1924, in *Temi lombarda*, 1924, 416, con nota di MUGGIA; App. Milano, 16 dicembre 1924, in *Riv. dir. comm.*, 1925, 210, con nota di SRAFFA; App. Milano, 11 agosto 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 493 e in *Foto it.*, 1925, I, 758, con nota di SCIALOJA; App. Torino, 3 giugno 1927, in *Riv. dir. comm.*, 1927, II, 405, con nota di PAULIS (su Società Snia Viscosa di Torino).

⁴⁵ Cass., 15 luglio 1926, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II, 373 e in *Foto it.*, 1926, 713, con nota di SCIALOJA (l'estensore fu il Presidente D'Amelio). Tra le pronunce favorevoli alla legittimità delle

Come anticipato, oltre alle motivazioni “giuridiche” concernenti l’interpretazione degli articoli del Codice, la giurisprudenza non si è astenuta da considerazioni più generali, sul merito e sugli scopi della maggiorazione del voto.

In particolare, tra le pronunce contrarie si ritrovano passi del seguente tenore letterale: «il privilegio non può riguardare il diritto di voto, per il quale gli azionisti debbono avere diritti uguali e ciò per un principio generale di ordine pubblico a cui si è ispirato il legislatore, quello cioè di evitare il formarsi in seno delle società anonime delle oligarchie di azionisti. Le azioni a voto plurimo favoriscono tali oligarchie, dando la prevalenza nelle deliberazioni delle assemblee ad un determinato ceto di azionisti, come per altro appare dalla denominazione che qualche scrittore ad esse dà di *azioni di comando*, e facendo prevalere in tal modo l’elemento personale, denatura(no) la società anonima che [...] è una società di capitali»⁴⁶; e ancora: «il legislatore ha posto il principio che ogni azionista debba avere il diritto di voto nelle assemblee generali [...] per un interesse di ordine pubblico, quale è quello di evitare che in seno alle anonime solo ad una parte degli azionisti fosse riservato il diritto di concorrere nelle assemblee a formare, con l’esercizio del voto, la volontà sociale»⁴⁷.

Tra le pronunce favorevoli, invece, si sottolinea che «non si possono però chiudere gli occhi davanti al fenomeno dell’estendersi in questi ultimi tempi in altri Paesi ed anche presso di noi dell’istituto del voto plurimo che si propone di facilitare la costituzione e lo sviluppo delle società, permettendo di far ricorso al capitale ed insieme mantenere ai più idonei la direzione dell’impresa, assicurare l’operosa continuità di intenti e di indirizzo e rafforzare la difesa contro le così dette scalate, che se in ispecie tentate alle banche [...] possono risultare perniciose alla economia generale. [...] Ma si vuol qui porre in rilievo che sarebbe arbitrario supporre che una così generale e sempre più frequente adozione del voto plurimo

azioni a voto plurimo, si segnalano ancora Trib. Milano, 20 dicembre 1924 (relativo all’atto costitutivo della Società Autostradale Trasporti ed Esercizi diversi) e 31 gennaio 1925 (relativo alla deliberazione della Società Anonima Seta Artificiale Varedo) e Trib. Genova 4 maggio 1925 (su delibera della Società Anonima Vini Classici), non pubblicati ma citati da C. VIVANTE, *I progetti di riforma*, cit., 429 e da A. JANNONI SEBASTIANINI, *Azioni a voto multiplo*, in *Riv. pol. ec.*, 1925, 624-625. Sempre non pubblicati, Trib. Torino, 27 maggio 1925 (Telefonica Piemontese Lombarda di Torino), Trib. Genova, 28 maggio 1925 (Telefonica Tirrena di Livorno) e Trib. Roma, 1 giugno 1925 (Esercizi Telefonici di Roma), richiamati da C. VIVANTE, *op. loc. ultt. citt.*

⁴⁶ Trib. Roma, 17 novembre 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II, 79.

⁴⁷ Trib. Milano, 4 maggio 1925, in *Giur. it.*, 1925, I, 2, 423-424.

sia dettata dagli interessi particolaristici e nocivi di taluni gruppi anziché avere radici profonde in una nuova coscienza giuridica universale, in una impellente e superiore esigenza di vita»⁴⁸.

Merita infine particolare attenzione la già menzionata sentenza emessa nel luglio 1926 dalla Corte Suprema⁴⁹, che dichiarò legittime le azioni a voto plurimo, facendo tuttavia salvo il controllo da parte del giudice in sede di omologazione, in modo tale da impedire che l'istituto fosse «regolato in modo da deformare la figura della società anonima nella sua essenza»⁵⁰. Al fine di agevolare le operazioni di controllo da parte dell'autorità giudiziaria - che non poteva limitarsi al sindacato formale - i giudici di legittimità ebbero cura di segnalare alcuni «elementi notevoli di equilibrio e motivo di tranquillità contro gli *evidenti pericoli* ai quali il voto plurimo *potesse* dar luogo»⁵¹.

Sebbene, dunque, la Corte di Cassazione si fosse schierata a favore della legittimità della maggiorazione del voto, essa non mancò di sottolinearne i possibili rischi, dovuti principalmente al silenzio legislativo sul punto, che se da un lato non poteva essere interpretato come divieto⁵², dall'altro non autorizzava un uso indiscriminato dello strumento: nell'invitare i contraenti a regolare la maggiorazione del voto con “savie norme”, la Corte si dimostrò molto vicina a quell'orientamento della dottrina, che, come riportato nel successivo paragrafo,

⁴⁸ App. Milano, 11 agosto 1925, in *Foto it.*, 1925, I, 783-786.

⁴⁹ Cass., 15 luglio 1926, cit.

⁵⁰ Massima ufficiale della sentenza Cass., 15 luglio 1926, cit., 713.

⁵¹ Cass., 15 luglio 1926, cit., 723. Tra gli elementi di “equilibrio” furono segnalati: (i) la presenza in statuto di una clausola che prevedesse la possibilità di creare azioni privilegiate e (ii) l'offerta in opzione a tutti i soci, così che, da un lato, la decisione di emettere azioni a voto plurimo trovi fondamento nella volontà di tutti i soci e che, dall'altro, questi ultimi potessero beneficiarne secondo proporzione; (iii) la nominatività obbligatoria delle azioni privilegiate, accompagnata dall'eventuale facoltà del consiglio di amministrazione, in caso di cessione, di presentare un l'acquirente, con prelazione a parità di condizioni; si suggerì, inoltre, che (iv) il complessivo numero dei voti attribuiti alle azioni privilegiate non superasse quello delle ordinarie, in modo tale che le prime «non bastassero neppure tutte insieme riunite a dare la maggioranza nell'assemblea» e che, infine (v) fosse previsto un privilegio nella distribuzione degli utili a favore delle azioni con voto “ordinario”.

⁵² La Cassazione si espresse come segue: «la Corte può affermare che il diritto vigente non contenga alcun divieto alla concessione del voto plurimo, e che, anzi, le norme di legge, presentino una particolare disposizione al suo inquadramento nel sistema» (Cass., 15 luglio 1926, cit., 722).

pur ritenendo le azioni a voto plurimo compatibili con il Codice di Commercio, suggerì, in attesa della tanto auspicata riforma, un uso ponderato dell'istituto⁵³.

1.4. Segue. ... e le reazioni della dottrina.

In dottrina si levarono autorevoli voci in senso sia contrario che favorevole alla prassi così rapidamente diffusasi tra gli statuti delle società italiane.

Le argomentazioni più strettamente giuridiche si concentravano sui già citati articoli 164 e 157 del Codice di Commercio⁵⁴: il primo veniva letto sia come fulcro del principio di proporzionalità tra investimento e potere (in quanto “il diritto di voto” da attribuire ad ogni azione era interpretato come “diritto *ad un voto*”), sia come caposaldo dell'autonomia statutaria (data l'espressa possibilità di “stabilire diversamente nell'atto costitutivo”, con il limite di riservare ad ogni azione il diritto “*ad almeno un voto*”); parallelamente, lo schema di voto scalare dettato, salvo deroga, dall'art. 157 era interpretato ora come prova dello spirito anti-oligarchico del Codice (con il quale il voto plurimo sarebbe dunque stato inconciliabile), ora come conferma della mancanza di un rigido principio di proporzionalità nell'impianto normativo.

In dottrina - ancor più che in giurisprudenza -, ampio spazio fu riservato alle considerazioni “di merito”, ossia quelle, che, al di là della compatibilità del voto plurimo con le norme esistenti, ne valutarono i possibili riflessi sugli equilibri societari e le conseguenze sulla realtà economica.

Tra le voci contrarie⁵⁵, ebbe particolare eco quella di Giancarlo Fré, il quale sostenne che la maggiorazione del voto costituiva una violazione non solo della

⁵³ I giudici di legittimità conclusero affermando che «nell'attesa della nuova legge, che proibisca o regoli il voto plurimo, possano i contraenti con savie norme eliminarne i danni, e che soltanto a tale condizione possano attendersi l'omologazione del loro atto» (Cass., 15 luglio 1926, cit., 724).

⁵⁴ Per il testo degli articoli si rimanda al Cap. I, par. 1.3., spec. note 40-41.

⁵⁵ Si dichiararono contrari all'ammissibilità del voto plurimo nell'ordinamento italiano, A. SRAFFA, Nota ad App. Milano, 16 dicembre 1924, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 210; G. CASSINELLI, *Illegalità delle azioni privilegiate aventi diritto a voto multiplo* (nota a Trib. Milano, 4 maggio 1925), in *Giur. it.*, 1925, I, 2, 417; A. JANNONI SEBASTIANINI, *Azioni a voto multiplo*, cit., 624; G. FRÉ, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 121 e 490 ss.; A. CABIATI, *Il progetto del nuovo Codice di Commercio e le azioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, 9; L. LORDI, *Sul progetto del nuovo*

legge allora vigente, ma anche, più in generale, «dei principi fondamentali di equità»⁵⁶, in quanto distorsiva del rapporto tra proprietà e poteri di decisione degli azionisti, e per di più «commessa da pochi audaci ai danni dei molti»⁵⁷: nemmeno l'offerta in opzione delle azioni a voto plurimo - ossia uno dei correttivi suggeriti dalla giurisprudenza di merito milanese e dalla stessa Corte di Cassazione⁵⁸ - avrebbe potuto riportare tale strumento entro i binari della liceità, in quanto, a detta dell'Autore, «l'equa distribuzione dell'illegalità non può trasformare in lecito l'illecito»⁵⁹.

Il voto plurimo, che fu definito addirittura come «peste sociale e finanziaria [...], una piaga sociale»⁶⁰ e come «invenzione del diavolo al preciso preordinato scopo di far scappare i risparmiatori a gambe levate dagli investimenti in società per azioni»⁶¹, preoccupava principalmente per il fatto che potesse portare al dominio delle minoranze sulle maggioranze⁶². La scelta della giurisprudenza di omologare le delibere di emissione di azioni a voto plurimo fu pertanto considerata, almeno da una parte della dottrina, «un grave errore, fatale per l'economia nazionale»⁶³, in quanto «il danno sempre potenziale e gravissimo di immobilizzare il progresso delle aziende infeudandole ad un piccolo gruppo che con poca spesa le domini [...], supera di gran lunga i pretesi vantaggi del sistema del privilegio»⁶⁴.

Coloro che, al contrario, si schierarono a favore della legittimità delle azioni a voto plurimo⁶⁵, salutarono questo nuovo strumento come «una logica evoluzione

Codice di Commercio, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, 271; L. MOSSA, *Saggio critico sul progetto del nuovo Codice di commercio*, in *Annuario di diritto comparato e di studi legislativi*, 1927, 213 ss..

⁵⁶ G. FRÉ, *Le azioni a voto plurimo. Le azioni a voto plurimo in Italia*, cit., 513.

⁵⁷ G. FRÉ, *op. loc. ultt. citt.*

⁵⁸ Cfr. *supra* Cap. I, par. 1.3.

⁵⁹ G. FRÉ, *op. ult. cit.*, 511.

⁶⁰ L. MOSSA, *Saggio critico*, cit., 213.

⁶¹ L. EINAUDI, *A favore delle azioni privilegiate (ma non di quelle a voto plurimo)*, in *La Riforma Sociale*, 1934, 626.

⁶² A. SRAFFA, Nota ad App. Milano, 16 dicembre 1924, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 210 porta l'esempio di come una minoranza di azionisti, titolari di sole dieci azioni a voti plurimi corrispondenti ad un capitale di lire mille, riesca a "spadroneggiare" in una società con un capitale versato di dieci milioni.

⁶³ A. SRAFFA, Nota a Trib. Milano, 4 maggio 1925 e App. Milano, 11 agosto 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 488.

⁶⁴ A. CABIATI, *Il progetto del nuovo Codice di Commercio*, cit., 12.

⁶⁵ Si ricordano R.A. MUGGIA, *Disparità contrattuale e diritti azionari*, in *Temi lombarda*, 1924, 417; C. VIVANTE, *Le azioni a voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. banc.*, 1925, 548;

di un istituto che può e deve adeguarsi alle nuove necessità della realtà economica. Col voto plurimo la società anonima si rafforza ed acquista una potenza che non è più rappresentata dalla semplice somma aritmetica delle quote sociali. Da questa maggiore potenza deriva un generale vantaggio dell'economia nazionale ed un diretto beneficio dei singoli soci»⁶⁶.

Fu sottolineato come l'utilizzo di tale tipo di azioni potesse essere una pratica ricca di utili applicazioni, in quanto tali azioni "di comando", avrebbero potuto essere assegnate a coloro che si interessavano stabilmente delle sorti dell'industria, in modo da favorire la trasformazione di imprese familiari in anonime ed aiutare le grandi imprese industriali ad impostare cicli e programmi di produzione di lungo periodo, a raccogliere capitale estero, mantenendo tuttavia nazionalità italiana⁶⁷.

Alle critiche incentrate sulla inevitabile irresponsabilità degli amministratori si rispose che coloro che più potevano influenzare le delibere di revoca o di esercizio dell'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori, pur essendo quegli stessi soggetti che, dotati del voto potenziato, avevano contribuito alla loro nomina, erano anche i più interessati all'esercizio prospero dell'industria nel lungo termine, a differenza della maggior parte degli azionisti "ordinari" che si limitavano a «leggere il bollettino delle borse»⁶⁸.

Quanto, infine, alle accuse relative allo stravolgimento della struttura delle società anonime, il Vivante osservò che la struttura della società anonima non doveva considerarsi stravolta per il solo fatto che gli azionisti fossero forniti di diritti

ID., *I progetti di riforma*, cit., 432; ID., *Contributo alla riforma delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, 309; A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, cit., 758; ID., Nota a Cass del Regno, 15 luglio 1926, in *Foro it.*, I, 1926, 713; R. RAVA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, Bologna, 1929; T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo nelle società per azioni*, cit., 131, il quale tuttavia, dopo prime posizioni più "liberali", si espresse sempre più a favore di una disciplina "restrittiva" del privilegio, come, ad esempio, in A. ARCANGELI-T. ASCARELLI, *Il regime delle società per azioni*, cit., 159 ss..

⁶⁶ A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, cit., 761. Il medesimo Autore, confrontando le azioni a voto plurimo con altri strumenti volti a garantire la nazionalità delle società affermò che «nessun sistema può essere così sicuro e nello stesso tempo così semplice ed economico come l'attribuzione di una sufficiente quantità (che può essere anche molto ristretta) di azioni di comando a persone o enti di nazionalità italiana» (A. SCIALOJA, *op. ult. cit.*, 766).

⁶⁷ C. VIVANTE, *I progetti di riforma*, cit., 432. In merito ai divertiti scopi perseguibili (e perseguiti) con l'emissione di azioni a voto plurimo si veda anche l'elenco, sopra citato, compilato da A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, cit., 761-769.

⁶⁸ C. VIVANTE, *op. ult. cit.*, 433.

diseguali, in quanto il carattere essenziale della stessa, ossia la responsabilità limitata per tutti gli azionisti di fronte a tutti i creditori sociali, era conservato⁶⁹; si argomentò inoltre che la possibilità di operare differenziazioni tra i poteri degli azionisti trovava il suo fondamento proprio nello spirito della legge, dalla quale si poteva ricavare, anche in forza di quanto affermato nella Relazione Mancini al Codice di Commercio⁷⁰, il principio per cui «ogni disuguaglianza (privilegio) è possibile fuorché quella che togliesse il voto all'azionista, anche se possessore di una sola azione»⁷¹.

Molti di coloro che sostennero la compatibilità di tale istituto con l'impianto normativo, nonostante i silenzi del Codice sul punto⁷², non si dimostrarono tuttavia ciechi di fronte ai possibili abusi cui il ricorso al voto plurimo, proprio a causa di quei silenzi, poteva prestarsi: seguendo la linea delle Corti prima di merito e poi di legittimità, non si mancò di sottolineare l'importanza di determinati «correttivi», volti a evitare «abusi che lo condannino a torto, mentre risponde ad un bisogno universalmente sentito»⁷³.

Tra questi correttivi, si suggerì il rispetto di una proporzione tra il numero di azioni privilegiate e azioni ordinarie, in modo che i voti attribuiti dalle prime non potessero superare quelli delle seconde⁷⁴ e/o il rispetto di un numero massimo di voti per ogni azione⁷⁵. Si consigliò anche - come già anticipato dalla Corte

⁶⁹ C. VIVANTE, *op. ult. cit.*, 436.

⁷⁰ Nella Relazione (richiamata anche dalla sentenza di Cassazione, 15 luglio 1926, in *Foro it.*, I, 1926, 718) si afferma che «il diritto di voto è regolato dal contratto e nessun pubblico interesse richiede che in ciò sia posto alcun limite alla libertà dei contraenti, salvo sempre il principio che ogni azionista debba avere *almeno in voto* nell'assemblea generale» in P.S. MANCINI, *Relazione del ministro di grazia e giustizia e dei culti (Mancini)*, cit., Parte I, n. 88, LXXVIII, 362).

⁷¹ A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, cit., 770.

⁷² La mancanza di ogni riferimento alla maggiorazione del voto fu probabilmente dovuta alla «sfasatura temporale tra la nascita del codice di commercio e l'emersione della prassi del voto plurimo», come suggerì G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 117.

⁷³ C. VIVANTE, *Le azioni a voto plurimo nelle società anonime*, cit., 548. Conformi A. ARCANGELI-T. ASCARELLI, *Il regime delle società per azioni*, cit., 165.

⁷⁴ In tal senso A. ARCANGELI-T. ASCARELLI, *op. loc. ultt. citt.* e A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, in *Il codice di commercio commentato*, coordinato da L. Bolaffio, A. Rocco e C. Vivante, IV, Torino, 1938, n. 378 *ter*, per il quale il numero di voti attribuiti dalle azioni a voto plurimo non doveva superare il 50% dei totali. *Contra* A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, cit. 781, per il quale anche solo il limite del 40% avrebbe comportato il venir meno dell'utilità delle azioni a voto plurimo.

⁷⁵ Per A. SCIALOJA, *op. ult. cit.*, 780-781, «cinque voti possono essere giudicati sufficienti per assicurare l'utilità dell'istituto, e nello stesso tempo moderarne gli inconvenienti»; mentre 3 o 2 voti per azioni sono considerati un «massimo *assai basso*», da impiegarsi solo qualora si voglia

d'Appello di Milano - di attribuire privilegi nei dividendi (e nella distribuzione dell'attivo patrimoniale in sede di liquidazione) in capo ai gli azionisti privi del voto plurimo⁷⁶ e di offrire le azioni privilegiate nel voto in opzione a tutti i soci, così da evitare che queste ultime fossero emesse solo a vantaggio di alcuni soggetti o di determinate categorie di soci⁷⁷. Tra i temperamenti adottabili, si possono ancora ricordare l'esclusione dell'efficacia della maggiorazione del voto per alcune materie e, in ogni caso, per l'accertamento dei *quorum* costitutivi⁷⁸, l'apposizione di limiti alla circolazione delle azioni con voto plurimo e la predisposizione di un meccanismo di assemblee speciali, così da richiedere «l'approvazione degli azionisti ordinari in assemblea separata per quelle deliberazioni che si vogliono sottrarre al dominante arbitrio degli azionisti privilegiati»⁷⁹.

Tali correttivi non furono elaborati dalla dottrina solo quali suggerimenti per una configurazione più “ponderata” del voto plurimo da adottare all'interno degli statuti, ma costituirono altresì la base di alcune proposte di riforma del Codice, riforma che, dato l'inevitabile diffondersi dell'istituto nella prassi e le incertezze portate dalla mancanza di una disciplina dello stesso, era invocata a gran voce.

1.5. *I progetti per la riforma del Codice di Commercio.*

Come anticipato, l'esigenza di una riforma al Codice di Commercio era fortemente sentita tanto dalla giurisprudenza quanto dalla dottrina. Si richiedeva che il legislatore prendesse posizione sulla legittimità, o meno, della maggiorazione del voto e che, nel primo caso, ne definisse gli effetti con una disciplina specifica⁸⁰.

ottenere che gli azionisti privilegiati debbano possedere almeno 1/4 o 1/3 del capitale sociale per dominare la società.

⁷⁶ A. ARCANGELI-T. ASCARELLI, *op. loc. ultt. citt.*; A. SCIALOJA, *op. ult. cit.*, 786.

⁷⁷ Contrario lo Scialoja, secondo il quale «se il voto plurimo è un privilegio, è proprio nella natura delle cose che esso sia o possa essere attribuito ad un determinato gruppo di soci» (A. SCIALOJA, Nota a Cass del Regno, 15 luglio 1926, *cit.*, 713).

⁷⁸ A. ARCANGELI-T. ASCARELLI, *op. loc. ultt. citt.*

⁷⁹ A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, *cit.*, 785.

⁸⁰ «Di fronte al fenomeno delle azioni a voto plurimo, la legislazione non può rimanere indifferente», così T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo nelle società per azioni*, *cit.*, 146. Nello stesso senso A. ARCANGELI-T. ASCARELLI, *op. loc. ultt. citt.* e A. SRAFFA, Nota ad App. Milano, 16 dicembre 1924, *cit.*, 210, il quale scrisse: «per l'avvenire speriamo - e crediamo fermamente - che al control-

Tuttavia, per quanto le esigenze fossero impellenti e le proposte per una riforma non mancassero, il quadro legislativo rimase immutato fino al 1942⁸¹: può essere in ogni caso interessante esaminare, seppur brevemente, i citati progetti, al fine di analizzare come le Commissioni nominate per la riforma reagirono alle proposte che pervennero dagli ambienti accademici ed economici e quale fu il percorso che portò a vietare, in occasione dell'unificazione dei codici nel 1942, l'emissione di azioni a voto plurimo.

Tralasciando le proposte precedenti al primo conflitto mondiale⁸², in quanto le stesse ancora non risentivano del dibattito sorto relativamente alla prassi del voto plurimo (che, come sopra esaminato, andò diffondendosi proprio a partire dagli anni '20), è opportuno ricordare in primo luogo il Progetto Vivante edito nel 1922 con relazione dello Scialoja⁸³. Con tale progetto si propose di adottare un sistema che prevedesse l'attribuzione di un voto per ogni azione, eliminando, dunque, il voto scalare quale schema ordinario ma facendo salva possibilità di deroga, in modo da lasciare così (espressamente) libera l'autonomia statutaria di determinare diversamente il criterio di ripartizione dei voti⁸⁴.

lo il legislatore ci penserà lui, come è suo diritto e dovere, con un regolamento serio e mano ferma». Merita di essere riportato per intero un passo dello Scialoja che, nell'invocare la consacrazione del voto plurimo nel Codice, scrisse: «Il pericolo di abusi non può mai essere un argomento invincibile per decidere l'ostracismo di un qualunque istituto giuridico, qualora di questo la necessità o utilità sia dimostrata. Le leggi di diritto privato non sono precipuamente fatte per impedire il male, bensì per permettere il bene. [...] Ora se le nuove esigenze della realtà economica, se l'interesse privato e l'interesse pubblico portano la necessità di nuovi procedimenti; e se questi procedimenti, non previsti ma non esclusi dalle leggi precedenti, mostrano una rigogliosa vitalità e rapidamente si espandono e si sviluppano in ogni paese [...], il legislatore non può condannare il novo procedimento, solo perché esso, come molti altri non più discussi, può dar luogo a pochi o a molti abusi. L'unica concepibile opera legislativa sta nell'escludere o nel limitare la possibilità degli abusi» (A. SCIALOJA, *op. ult. cit.*, 778).

⁸¹ Cfr. G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 12.

⁸² Per un approfondimento sul periodo si vedano P. UNGARI, *Profilo storico del diritto delle anonime in Italia*, cit., 61-73; A. PADOA SCHIOPPA, *Saggi di storia del diritto commerciale*, cit., 226-234; ID., *La normativa sulle società per azioni*, cit., 16-26.

⁸³ COMMISSIONE MINISTERIALE PER LA RIFORMA DELLA LEGISLAZIONE COMMERCIALE PRESIDUTA DAL PROF. CESARE VIVANTE, *Progetto preliminare per il nuovo Codice di commercio*, Milano, 1922. Per le reazioni al progetto da parte degli ambienti accademici ed economici, si vedano P. UNGARI, *Profilo storico del diritto delle anonime in Italia*, cit., 75 ss. e A. PADOA SCHIOPPA, *La normativa sulle società per azioni*, cit., 33 ss.

⁸⁴ Art. 210 comma 1: «se lo statuto non dispone diversamente, ogni azione dà diritto ad un voto», consultabile in COMMISSIONE MINISTERIALE PER LA RIFORMA DELLA LEGISLAZIONE COMMERCIALE PRESIDUTA DAL PROF. CESARE VIVANTE, *Progetto preliminare*, cit., 67.

Seguì il Progetto d'Amelio del 1925⁸⁵, in cui il tema del voto plurimo fu trattato approfonditamente, a differenza del precedente progetto che era rimasto sostanzialmente agnostico rispetto alla questione. La Commissione «valutò lungamente gli strumenti giuridici più idonei a garantire gli azionisti di maggioranza nei confronti di “assalti di gruppi estranei, cui riesca agevole conquistare di sorpresa la maggioranza delle azioni e mutare l'indirizzo della società”»⁸⁶, sottoponendo «a particolare esame»⁸⁷ i progetti presentati dall'Associazione Bancaria⁸⁸, dalla Confederazione dell'Industria⁸⁹, dal Consiglio Superiore dell'economia⁹⁰ e dal vice-presidente della Commissione, Cesare Vivante⁹¹.

In tutti i citati progetti era previsto un riconoscimento esplicito delle azioni a voto plurimo, seppur con cautele e limitazioni.

Tra i correttivi proposti dall'Associazione Bancaria Italiana (volti ad «impedire che il voto plurimo sia dagli azionisti privilegiati sfruttato per procurarsi vantaggi economici o per sottrarsi ai controlli ordinari e straordinari stabiliti dalla legge»⁹²) figurava, in primo luogo, una limitazione del campo di applicazione di tale strumento alle sole società di utilità pubblica o interesse nazionale (tali secondo il giudizio del Ministero dell'Economia Nazionale) o a quelle che negli ultimi cinque anni avessero distribuito o messo a riserva utili in media superiori

⁸⁵ COMMISSIONE PER LA RIFORMA DEI CODICI, SOTTOCOMMISSIONE B, *Codice di Commercio, I, Progetto*, Roma, 1925; COMMISSIONE PER LA RIFORMA DEI CODICI, SOTTOCOMMISSIONE B, *Codice di Commercio, II, Relazione sul progetto*, a cura di M. D'Amelio, A. Arcangeli, A. Asquini, L. Bolaffio, G. Bonelli, A. Jannitti e G. Fré., Roma, 1925.

⁸⁶ A. PADOA SCHIOPPA, *Saggi di storia del diritto commerciale*, cit., 242, il quale riporta un passo della Relazione (COMMISSIONE PER LA RIFORMA DEI CODICI, SOTTOCOMMISSIONE B, *Codice di Commercio, II, Relazione sul progetto*, cit., 75).

⁸⁷ COMMISSIONE PER LA RIFORMA DEI CODICI, SOTTOCOMMISSIONE B, *Codice di Commercio, II, Relazione sul progetto*, cit., 76.

⁸⁸ ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA, *Proposte per la disciplina delle azioni a voto multiplo*, in *Riv. bancaria*, 1925, I, 49. Commentata da A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni* cit., 777; A. JANNONI SEBASTIANINI, *Azioni a voto multiplo*, cit., 631.

⁸⁹ CONFEDERAZIONE GENERALE DELL'INDUSTRIA ITALIANA, *Proposte di riforma del codice di commercio: testo e note illustrative*, Roma, 1925, XII, 39, 200 richiamata da M. BIONE, *Le azioni*, cit., 53 e da A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, cit., 777.

⁹⁰ Riportato integralmente da C. VIVANTE, *I progetti di riforma*, cit., 437 e commentato da R. PAULIS, Nota ad App. Torino, 3 giugno 1927, in *Riv. dir. comm.*, 1927, II, 419, da C. VIVANTE, *Le azioni a voto plurimo nelle società anonime*, cit., 551 e A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, cit., 777.

⁹¹ La proposta è riportata in COMMISSIONE PER LA RIFORMA DEI CODICI, SOTTOCOMMISSIONE B, *Codice di Commercio, II, Relazione sul progetto*, cit., 77.

⁹² ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA, *Proposte*, cit., 57.

all'8%⁹³. Si prevedeva, inoltre, per la delibera di emissione, un *quorum* deliberativo rafforzato pari ai due terzi del capitale sociale, inderogabile anche in seconda convocazione, e il diritto di recesso per coloro che non avessero concorso alla delibera. Le azioni privilegiate - obbligatoriamente nominative - potevano attribuire un massimo di dieci voti e non potevano mai dare diritto ad utili maggiori delle ordinarie o essere rimborsate prima di queste ultime. Si prevedeva ancora che le modifiche al privilegio dovessero essere approvate anche dall'assemblea speciale dei titolari di azioni "ordinarie" (approvazione non necessaria per l'emissione di nuove azioni privilegiate qualora offerte in opzione ai soci) e, infine, che la maggiorazione del voto perdesse effetto nelle delibere di cui all'art. 153 cod. comm. (ossia quelle adottate in seguito a convocazione da parte del Tribunale) ed in quelle relative alla nomina sindaci, all'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori e all'emissione di azioni privilegiate.

Il progetto della Confederazione dell'Industria⁹⁴ ricalcava il precedente, discostandosene solo con riguardo ai seguenti aspetti: non era contemplata alcuna restrizione in merito a quali società potessero ricorrere alla maggiorazione del voto, ma si stabiliva che le azioni privilegiate potessero essere emesse solo a favore di cittadini italiani; il numero massimo di voti attribuibili era fissato a cinque (in luogo di dieci) e non era previsto un complessivo tetto massimo di voti "plurimi" rispetto a quelli attribuiti dalle azioni "ordinarie"; infine, per il trasferimento delle azioni a voto plurimo era richiesto il consenso del Consiglio di Amministrazione.

Anche la proposta del Consiglio Superiore della Economia Nazionale⁹⁵ suggeriva di riconoscere esplicitamente la maggiorazione del voto, fissando una serie di correttivi «per assicurare i vantaggi connessi alla adozione di tale principio, evitando gli inconvenienti e i pericoli di un uso troppo largo ed incondizionato»⁹⁶. Non mancano tratti comuni con i due progetti già descritti, quali la disciplina concernente nominatività obbligatoria delle azioni a voto plurimo, il divieto di stabili-

⁹³ A tale proposta si dichiarò fermamente contrario A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, cit., 782.

⁹⁴ Artt. 122-123 consultabili in CONFEDERAZIONE GENERALE DELL'INDUSTRIA ITALIANA, *Proposte di riforma*, cit., XII, 39.

⁹⁵ La proposta è riportata in COMMISSIONE PER LA RIFORMA DEI CODICI, SOTTOCOMMISSIONE B, *Codice di Commercio, II, Relazione sul progetto*, cit., 77.

⁹⁶ Così recita il paragrafo introduttivo della proposta del Consiglio, riportata da C. VIVANTE, *I progetti di riforma*, cit., 437.

re privilegi patrimoniali a favore delle stesse e la disattivazione della maggioranza del voto per determinate delibere (cui si aggiungono anche quelle relative alla modifica oggetto sociale, alla riduzione capitale e alla liquidazione società), mentre, a differenza dei precedenti, non figurano limitazioni né sul tipo di società legittimata ad emettere azioni a voto plurimo né sui soggetti che possono sottoscriverle. Come già proposto dall'Associazione Bancaria Italiana (ma non da Confindustria) si stabilisce un tetto massimo del numero di voti attribuibili dalle azioni privilegiate (40% dei voti totali) e si precisa inoltre, seguendo questa volta il modello di Confindustria, che ogni azione possa attribuire un massimo di cinque voti. Sono infine previsti limiti di circolazione diversi dai precedenti progetti (in quanto il trasferimento è libero se effettuato a favore di soggetti già titolari di azioni privilegiate mentre, in caso contrario, è richiesto il consenso dell'assemblea speciale dei soci "ordinari") e obblighi di informazione (sui titoli, in merito al numero di voti attribuiti da azioni privilegiate e ordinarie).

Nel progetto elaborato dal Vivante⁹⁷ (definito «strenuo difensore delle azioni a voto plurimo»⁹⁸) figura il requisito della cittadinanza italiana per i titolari delle azioni privilegiate, il tetto massimo di voti "plurimi" (proposto al 50% dei totali) e l'obbligo di informazione del numero di voti sui titoli; nulla è precisato su numero di voti attribuibili ad ogni azione e sul trasferimento delle stesse, mentre l'unico caso in cui il voto plurimo è privo di efficacia è quello dell'assemblea convocata dal tribunale ai sensi dell'art. 153 cod. comm.

Tutte le proposte sopra illustrate non furono accolte e il voto plurimo non fu recepito nel Progetto d'Amelio, che, tuttavia, dopo aver sancito il principio per cui ogni azione attribuisce un voto, riconobbe per la prima volta la possibilità di emettere azioni a voto limitato⁹⁹.

Si temeva, infatti, che le azioni a voto plurimo si trasformassero in un'arma a doppio taglio, poiché, se dei gruppi finanziari anche esteri se ne fossero impos-

⁹⁷ COMMISSIONE PER LA RIFORMA DEI CODICI, SOTTOCOMMISSIONE B, *Codice di Commercio, II, Relazione sul progetto*, cit., 77. Si segnala che il Progetto del Consiglio Superiore della economia nazionale fu commentato dal Vivante che ne suggerì «qualche tenue ritocco, per renderlo più semplice, più completo e ancora più cauto» (C. VIVANTE, *I progetti di riforma*, cit., 437).

⁹⁸ A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, cit., 930.

⁹⁹ Cfr. artt. 169 e 170, in COMMISSIONE PER LA RIFORMA DEI CODICI, SOTTOCOMMISSIONE B, *Codice di Commercio, I, Progetto*, cit., 68

sessati (con un «abile colpo di borsa»¹⁰⁰), avrebbero potuto ottenere il controllo societario a danno di quegli stessi soggetti a tutela dei quali voleva introdursi l'istituto, ossia dei «benemeriti creatori della industria»¹⁰¹.

Il rifiuto di adottare la maggiorazione del voto non doveva quindi considerarsi un «omaggio al dogma teorico dell'uguaglianza degli azionisti o a quello del carattere capitalistico delle società per azioni»¹⁰² e il fatto che la scelta non fosse dettata dal necessario rispetto del principio di proporzionalità tra azione e voto è provato dal fatto che, al posto delle azioni a voto plurimo, furono legittimate le azioni a voto limitato.

La Commissione aveva infatti dichiarato espressamente di riconoscere l'importanza delle ragioni addotte a sostegno della maggiorazione del voto e la sussistenza di effettivi interessi del commercio e dell'industria ma, a tutela di tali interessi, preferì optare per le azioni a voto limitato, che avrebbero potuto essere utilizzate dalle società come strumenti per rafforzare il controllo, senza tuttavia correre il rischio di diventare «oggetto di accaparramenti per manovre di scalata»¹⁰³.

Il Progetto d'Amelio - peraltro fortemente criticato dall'Associazione Anonime, che si schierò a favore del voto plurimo¹⁰⁴ - non si tradusse in legge, così come, negli anni successivi, il successivo tentativo della Commissione presieduta da Vivante tra il 1932 e il 1934¹⁰⁵.

¹⁰⁰ COMMISSIONE PER LA RIFORMA DEI CODICI, SOTTOCOMMISSIONE B, *Codice di Commercio, II, Relazione sul progetto*, cit., 77.

¹⁰¹ COMMISSIONE PER LA RIFORMA DEI CODICI, SOTTOCOMMISSIONE B, *op. loc. ultt. citt.*

¹⁰² COMMISSIONE PER LA RIFORMA DEI CODICI, SOTTOCOMMISSIONE B, *op. loc. ultt. citt.*

¹⁰³ COMMISSIONE PER LA RIFORMA DEI CODICI, SOTTOCOMMISSIONE B, *op. loc. ultt. citt.* La disciplina delle azioni a voto limitato era contenuta all'art. 170 del Progetto, articolo interamente riportato da A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, cit., 930-931, che riporta per intero il testo dell'articolo relativo. Cfr. anche G. FRÈ, *Appunti sul progetto per il nuovo Codice di commercio, II, Le società commerciali*, in *Monitore dei Tribunali*, 1926, 67, 323; M. BIONE, *Le azioni*, cit., 53 e A. PADOA SCHIOPPA, *Saggi di storia del diritto commerciale*, cit., 242; ID., *La normativa sulle società per azioni*, cit., 46 ss.

¹⁰⁴ ASSOCIAZIONE FRA LE SOCIETÀ ITALIANE PER AZIONI, *Osservazioni e proposte sul progetto di nuovo codice di commercio*, Roma, 1928, I, opera ampiamente commentata in P. UNGARI, *Profilo storico del diritto delle anonime in Italia*, cit., 94 ss.

¹⁰⁵ Negli anni del fascismo il diritto societario fu modificato da alcune leggi speciali, per l'esame delle quali si rimanda a A. PADOA SCHIOPPA, *La normativa sulle società per azioni*, cit., 52 ss.. In merito al progetto di riforma, il Vivante fece un ultimo tentativo per ottenere il riconoscimento delle azioni a voto plurimo nel Codice, proponendo di dare alle azioni un diritto progressivo di voti, fino ad un massimo di tre, in ragione degli anni in cui furono registrate al medesimo

Per la prosecuzione dei lavori della riforma si dovette attendere la pubblicazione del Progetto Asquini del 1940¹⁰⁶, che, facendo proprie alcune scelte del precedente Progetto d'Amelio, optò per il riconoscimento delle azioni a voto limitato e per il divieto di quelle a voto plurimo (ma con l'espressa eccezione per le società di interesse nazionale)¹⁰⁷. La medesima soluzione, adottata anche dai successivi progetti preliminari del Libro dell'impresa e del lavoro¹⁰⁸, giunse sostanzialmente inalterata all'approvazione del testo definitivo della tanto agognata riforma del 1942. Dopo la storica decisione di rinunciare ad un autonomo codice di commercio e di ricomprendere le norme della materia all'interno di un codice unitario¹⁰⁹, il Codice Civile che entrato in vigore il 21 aprile 1942 affermò il principio per cui ad ogni azione dovesse essere attribuito un voto e, dopo aver ammesso la legittimità delle azioni a voto limitato, sancì il divieto di emettere quelle a voto plurimo¹¹⁰.

nome nel libro dei soci: cfr. C. VIVANTE, *Contributo alla riforma delle società anonime*, cit., 317-318.

¹⁰⁶ Il Progetto è pubblicato in MINISTERO DI GRAZIA E GIUSTIZIA, *Lavori preparatori del codice civile (anni 1939-1941), Progetto preliminare del Codice di commercio*, IV, Roma, 1942.

¹⁰⁷ Cfr. artt. 205 e 207 (che recita: «non possono emettersi azioni a voto plurimo, salvo quanto disposto nell'art. 320»), e 320, ai sensi del quale le società di interesse nazionale possono emettere azioni a voto plurimo, fino ad un massimo di 5 voti e, in ogni caso, le condizioni di emissioni devono essere approvate dal Ministro di grazia e di giustizia d'accordo con il Ministro delle corporazioni. Gli articoli sono consultabili in MINISTERO DI GRAZIA E GIUSTIZIA, *Lavori preparatori del codice civile*, cit., 72, 73 e 116.

¹⁰⁸ Cfr. art. 286: «ogni azioni attribuisce il diritto di voto. L'atto costitutivo può tuttavia stabilire che una categoria di azioni, a cui si è attribuito il privilegio della ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società, abbia diritto al voto soltanto nelle deliberazioni previste dall'art. 299. La limitazione del voto deve risultare dal titolo», in MINISTERO DI GRAZIA E DI GIUSTIZIA, *Lavori preparatori del codice civile (anni 1939-1941). Progetto preliminare del Libro dell'impresa e del lavoro*, Roma, 1942, V, 87.

¹⁰⁹ Per ampi riferimenti sul tema, cfr. P. UNGARI, *Profilo storico del diritto delle anonime in Italia*, cit., 109 ss. e P.G. JAEGER, *La nozione di impresa dal Codice allo statuto*, Milano, 1985, 9, spec. nota 9, che qualificò il dibattito sull'autonomia del diritto commerciale come una discussione di «alto livello emozionale».

¹¹⁰ Le uniche modifiche rispetto all'ultimo progetto consistettero nella eliminazione dell'eccezione per le società di interesse nazionale e nell'inserimento della previsione secondo cui le azioni con voto limitato non potevano rappresentare più della metà del capitale sociale. L'art. 2351 del Codice Civile presentava la seguente formazione: «Ogni azione attribuisce il diritto di voto. L'atto costitutivo può tuttavia stabilire che le azioni privilegiate nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società, abbiano diritto di voto soltanto nelle deliberazioni previste nell'art. 2365. Le azioni con voto limitato non possono superare la metà del capitale sociale. Non possono emettersi azioni a voto plurimo». Il testo definitivo del nuovo Codice, approvato con il Regio Decreto 30 gennaio 1941, n. 16 e con il Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262, è consultabile in G. PANDOLFELLI-G. SCARPELLO-M. STELLA RICHTER-G. DALLARI, *Codice civile. Libro del lavoro, illustrato con i lavori preparatori e disposizioni di attuazione e transitorie*, Milano, 1942.

2. Dall'introduzione del divieto del voto plurimo nel 1942 al fenomeno della *regulatory competition* europea: la progressiva erosione del principio “*one share-one vote*”.

Il divieto di emissione di azioni a voto plurimo, sancito per la prima volta dal Codice Civile del 1942, rimase in vigore per oltre settant'anni, durante i quali si è tuttavia assistito ad una progressiva erosione di quello stesso principio di proporzionalità tra proprietà e potere che aveva in buona parte ispirato il legislatore della riforma.

Dopo un rapido esame delle ragioni del divieto e dell'impatto dello stesso nella realtà societaria, si procederà dunque ad esaminare i passaggi di quell'erosione, facendo riferimento non soltanto alla legislazione e alla prassi italiana ma anche al contesto europeo, così da meglio comprendere quali furono le “forze” che spinsero il legislatore del 2014 alla decisione di eliminare quel limite all'autonomia statutaria già oggetto di tanta discussione durante la sua stessa genesi.

2.1. *Le ragioni e le conseguenze del divieto di maggiorazione del voto.*

La soluzione cui si giunse dopo mezzo secolo di discussioni e progetti consistette, dunque, nell'imporre la standardizzazione dei diritti inerenti alla partecipazione azionaria, prevedendo l'uguaglianza tra le azioni del medesimo tipo¹¹¹, e nel sostituire il sistema del voto scalare (previsto nel Codice di commercio del 1882) con il principio di proporzionalità tra azioni sottoscritte e numero di voti attribuiti, principio spesso indicato con la formula “un'azione, un voto”.

Tale principio di proporzionalità non si presentò, tuttavia, nella sua veste più rigida, dal momento che, se da un lato furono vietate le azioni a voto plurimo, dall'altro furono ammesse e disciplinate quelle a voto limitato: la scelta del legi-

¹¹¹ Il principio fu enucleato all'art. 2348 del nuovo Codice Civile: «Le azioni devono essere di eguale valore e conferiscono ai possessori uguali diritti. Si possono tuttavia creare categorie di azioni fornite di diritti diversi con l'atto costitutivo o con successive modificazioni di questo». Cfr., per tutti, A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960.

slatore fu influenzata sia dal percorso di legislazioni straniere che, pur essendo stata pioniera del riconoscimento del voto plurimo, avevano poi optato per il divieto dello stesso¹¹², sia dalle mutate condizioni socio-economiche del Paese, come anche affermato nella Relazione al Re redatta dal Ministro Guardasigilli Grandi¹¹³.

I motivi che portarono al divieto di emissione delle azioni a voto plurimo non sono dunque da ricercarsi nel rispetto di una presunta inderogabilità del principio “un’azione, un voto” ma, piuttosto, nel tentativo di effettuare un bilanciamento tra l’esigenza espressa dagli ambienti economici di tutelare la stabilità di indirizzo amministrativo di una società e quella di impedire un forte e permanente accentrimento del potere decisionale¹¹⁴. Tale bilanciamento si ritenne potesse essere meglio raggiunto con la limitazione del voto, in quanto «assai meno destabilizzante del voto plurimo nella prospettiva degli equilibri complessivi dell’organizzazione sociale»¹¹⁵.

Preso atto delle differenze tra azionisti che perseguono meramente il lucro che può derivare dalla partecipazione in società e quelli invece interessati alla gestione e allo sviluppo della stessa¹¹⁶, il legislatore consentì l’emissione di azioni a

¹¹² In particolare la Francia, che mise al bando le azioni a voto plurimo già nel 1930, come riportato da A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, cit., 932.

¹¹³ Nella Relazione veniva riportato quanto segue: «il punto più controverso in questa materia era rappresentato dalle cosiddette “azioni a voto plurimo” attorno alle quali in tempi relativamente recenti si accese in dottrina e in giurisprudenza tanto vivace dibattito, mentre anche la pratica esprimeva sull’utilità di esse discordanti giudizi. Vagliate le ragioni addotte a favore e contro l’istituto, è parso che le seconde dovessero prevalere sulle prime, e il codice, uscendo dall’agnosticismo legislativo dal quale quel dibattito trasse origine, ha escluso espressamente la liceità di questo tipo di azioni (art. 2351, ult. comma) lasciando alle disposizioni transitorie di assicurare il rispetto per le situazioni precostituite. Le emissioni di azioni a voto plurimo si riconnettono infatti ad una fase ormai superata dalla nostra struttura finanziaria. *Sganciata provvidamente l’attività produttrice dalle interferenze bancarie ed eliminate nel nuovo sistema di economia controllata le avventurose velleità di “scalate”*, il sistema del voto plurimo, che fu volta a volta un comodo strumento di dominio o un necessario mezzo di difesa, non ha più un’apprezzabile funzione», Relazione al Re, n. 147, consultabile in calce all’art. 2351, in G. PANDOLFELLI-G. SCARPELLO-M. STELLA RICHTER-G. DALLARI, *Codice civile. Libro del lavoro*, cit., 184 (aggiunta enfasi in corsivo).

¹¹⁴ La scelta richiama quanto era stato suggerito nel Progetto d’Amelio, che per la prima volta propose la soluzione di vietare la maggiorazione del voto, consentendo per contro la limitazione dello stesso. Cfr. *supra* Cap. I, par. 1.5.

¹¹⁵ G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 119.

¹¹⁶ Questi ultimi anteporrebbero alla certezza di una costante ripartizione di utili l’interesse ad amministrare la società «poiché confidano di trovare un adeguato compenso nello sviluppo e nella prosperità che questa potrà raggiungere in avvenire», Relazione al Re, n. 148, consultabile in calce all’art. 2351, in G. PANDOLFELLI-G. SCARPELLO-M. STELLA RICHTER-G. DALLARI, *Codice civile*.

voto limitato (ma con privilegi nella ripartizione degli utili) al preciso fine di incentivare gli investimenti da parte degli azionisti appartenenti alla prima “categoria” sopra descritta, e rafforzare - seppure indirettamente, grazie alla limitazione di “alcuni” voti - il potere di quelli appartenenti alla seconda¹¹⁷.

Negli anni successivi all’emanazione del nuovo Codice la prassi statutaria dovette quindi confrontarsi, da un lato, con l’impossibilità di emettere nuove azioni a voto plurimo e, dall’altro, con l’opportunità di emetterne a voto limitato.

Quanto al primo aspetto, posto che il divieto riguardava le operazioni successive al 27 febbraio 1942, non si ponevano particolari problemi per le società che non avessero fino ad allora fatto ricorso alla maggiorazione del voto, mentre per quelle il cui capitale era già rappresentato da azioni a voto plurimo, fu dettata una disciplina transitoria¹¹⁸. Sul punto ci si può limitare a ricordare il delicato problema interpretativo concernente la possibilità di emettere azioni a voto plurimo in occasione di aumenti gratuiti del capitale (quale alternativa all’aumento del valore nominale delle azioni): l’illiceità di tale operazione - per violazione del divieto di cui all’art. 2351 c.c. - fu sostenuta da quella parte della dottrina che propendeva per un’interpretazione ampia di tale divieto¹¹⁹, ma fu nutritamente argomen-

Libro del lavoro, cit., 183. Parallele le motivazioni del Progetto d’Amelio del 1925, in *COMMISSIONE PER LA RIFORMA DEI CODICI, SOTTOCOMMISSIONE B, Codice di Commercio, II, Relazione sul progetto*, cit., 79.

¹¹⁷ Si stabilì che le azioni a voto limitato potessero essere emesse nel limite della metà del capitale sociale e conservassero in ogni caso il voto pieno in tutte le deliberazioni dell’assemblea straordinaria. Sul punto, cfr., per tutti, G. FRÈ-G. SBISÀ, *Della società per azioni*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, I, Bologna, 1997, 261 ss.

¹¹⁸ La disciplina transitoria consentiva di conservare tutte le azioni dotate di voto potenziato esistenti al 27 febbraio 1942 e ribadiva il divieto di emetterne di nuove, salvo tuttavia il caso in cui le azioni fossero «emesse in occasione di aumenti di capitale deliberati prima dell’entrata in vigore del codice e dirette a mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni» (art. 212 disp. att.). Cfr. A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, cit., 107.

¹¹⁹ C. GRASSETTI, *Azioni a voto plurimo e aumento di capitale per conguaglio monetario*, in *Riv. dir. comm.*, 1949, I, 81; N. GASPERONI, *Aumento di capitale mediante rivalutazione monetaria ed emissione di azioni gratuite a voto plurimo* (nota ad App. Torino, 6 giugno 1949), in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1949, II, 325; C. ANGELICI, *Le azioni*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Milano, 1992, 185-187. Sull’illiceità di un aumento in parte gratuito e in parte a pagamento, con aumento del valore nominale delle azioni e loro frazionamento, così che le azioni risultanti fossero a voto plurimo, Trib. Milano, 20 luglio 1959, in *Temì*, 1960, 608, con nota di PORZIO.

tata anche la soluzione opposta, basata sulla necessaria equivalenza delle due modalità con cui attuare l'aumento gratuito¹²⁰.

Per ciò che concerne, infine, l'inedita possibilità di emettere azioni a voto limitato, essa fu ampiamente sfruttata da molti statuti di società quotate¹²¹, a dimostrazione del fatto che, come meglio si vedrà nei successivi paragrafi, il principio "un'azione, un voto" non solo non fu mai sancito rigidamente in sede normativa, ma non trovò nemmeno particolare fortuna nella prassi, che - grazie agli spazi aperti dal legislatore a favore dell'autonomia statutaria - si orientò sempre verso soluzioni di "compromesso" tra proporzionalità piena e strumenti di rafforzamento del controllo¹²².

2.2. *L'erosione del principio "un'azione, un voto" tra normativa e prassi.*

Il principio di corrispondenza tra azioni e diritti di voto fu sancito espressamente per la prima volta nel nostro ordinamento nel 1942 ma, a ben vedere, già al momento dell'emanazione del nuovo Codice Civile la "struttura normativa" posta alla sua base non si dimostrò particolarmente solida: in primo luogo, se da un lato l'art. 2351 c.c. non contemplava, come nei precedenti progetti, l'espressa possibilità di derogare in via statutaria al principio di proporzionalità, dall'altro nemmeno lo imponeva espressamente come inderogabile, tanto che sulla questione si sollevò un acceso dibattito circa la compatibilità del voto scalare con il nuovo impianto normativo¹²³.

¹²⁰ P. GRECO, *Azioni gratuite a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 1947, I, 68; R. FRANCESHELLI, *Passaggio a capitale di saldi attivi di rivalutazione monetaria, azioni a voto plurimo e compiti dell'Autorità Giudiziaria* (nota a Trib. Torino, 16 maggio 1949 e App. Torino, 7 giugno 1949), in *Riv. dir. comm.*, 1950, II, 195; B. VISENTINI, *Azioni di società*, in *Enciclopedia del diritto*, IV, Milano, 1959, 984, nota 23.

¹²¹ A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, cit., 934 il quale ricorda, tra le società quotate che al 1961 avessero emesso azioni con voto limitato, le seguenti società: «Fiat, Snia Viscosa, Ing. C. Olivetti & Co, Manifattura Lane Gaetano Marzotto & Figli, La Rinascente e Fabbrica Italiana Magneti Marelli». Cfr. anche P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto: prassi statutaria e profili di diritto comparato*, Milano, 1992, spec. 69 ss.

¹²² In dottrina fu sottolineata una «indubbia continuità tra le funzioni che possono assolvere le azioni a voto plurimo e quelle svolte dalle azioni a voto limitato [...] trattandosi di *tecniche alternative* per il rafforzamento della posizione dei gruppi di controllo nella società», C. ANGELICI, *Le azioni*, cit., 185.

¹²³ Sulla questione si espressero in senso negativo A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, cit., 63 ss. e 110 ss.; P.G. JAEGER, *Il voto divergente nella società per azioni*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 1976, 85; M. BIONE, *Le azioni*, cit., 50; C. ANGELICI, *Le azioni*, cit., 148 ss.; G. FRÈ - G. SBISÀ, *Commento sub. art. 2351 c.c.*, in *Della società per azioni*, cit., 264 ss.

Si consideri inoltre che, come già sopra esaminato, lo stesso articolo che enunciava il principio di proporzionalità, al secondo comma consentiva un'importante deviazione dallo stesso, ossia la possibilità di emettere azioni privilegiate prive del diritto di voto, seppur nei limiti della metà del capitale sociale.

In sintesi, gli unici tre solidi pilastri posti a sostegno del principio erano: il divieto di attribuire il voto a soggetti diversi dai soci (“no voti senza azioni”), il divieto di privare del tutto i soci del voto – in quanto questo doveva esser loro riconosciuto almeno nelle deliberazioni dell'assemblea straordinaria – (“no azioni senza voto”) ed il tanto discusso divieto di emissione di azioni a voto plurimo¹²⁴.

I settant'anni successivi all'emanazione del Codice Civile sono stati testimoni di un progressivo indebolimento della struttura a sostegno di tale principio, dovuto principalmente al graduale “smantellamento”, da parte del legislatore, di tutti i pilastri sopra indicati e al fatto che la prassi non mancò di sfruttare gli spazi aperti a favore dell'autonomia statutaria, tanto da rendere oggi la formula “un'azione, un voto” un principio solo dispositivo e residuale¹²⁵.

Si ricordi, in primo luogo, la riforma del 1974 che, seppur limitatamente alle società quotate (e nel rispetto del limite massimo della metà del capitale sociale¹²⁶), consentì l'emissione di “azioni di risparmio” al fine di attrarre gli investimenti, creando una differenziazione tra azionisti “imprenditori” e azionisti “investitori”. Le azioni di risparmio attribuivano esclusivamente diritti patrimoniali e non legittimavano i titolari né all'esercizio del diritto di voto, né all'intervento in assemblea, limitando così gli strumenti di “reazione” ad una ipotetica gestione

A favore dell'ammissibilità del voto scalare, invece, si segnalano A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, cit., 929 ss.; M. CASELLA, *Legittimità del voto scalare nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1973, 417; G. FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, fondato da Vassalli, Torino, 1987, vol. 10, 3, 465 e R. SACCHI, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. - profili procedurali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 3*, Torino, 1991, 94, nota 24. Cfr. anche G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 12.

¹²⁴ Tutti e tre i principi erano enucleati nell'allora vigente art. 2351 c.c..

¹²⁵ A. ANGELILLIS-M.L. VITALI, *Commento sub. art. 2351 c.c.*, cit., 399. Cfr. anche M. SCIUTO-P. SPADA, *Il tipo delle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 1*, Torino, 2004, 32, nt. 56.

¹²⁶ Fu precisato all'art. 14, comma 1, della L. 7 giugno 1974, n. 216 che tali azioni, in concorso con altre che incorporavano limitazioni del voto ai sensi dell'art. 2351 c.c., non potevano superare la metà del capitale sociale.

non ottimale della società al solo disinvestimento dalla stessa (regola nota come *Wall Street rule*).¹²⁷

Con l'emanazione del T.U.F. nel 1998 la disciplina delle azioni di risparmio subì poi un'importante modifica, in forza della quale il contenuto e la portata dei privilegi patrimoniali incorporati nelle azioni non furono più imposti rigidamente dalla legge ma lasciati alla libera determinazione dell'autonomia statutaria, a dimostrazione del sempre maggiore *favor* del legislatore verso quest'ultima¹²⁸.

Si dovette tuttavia attendere la riforma del diritto societario del 2003 per la vera «inversione di tendenza»¹²⁹ rispetto al processo di standardizzazione della partecipazione azionaria originariamente perseguito dal Codice del 1942.

Sulla base delle indicazioni della Legge Delega – che invocava la previsione di «strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi»¹³⁰, la riforma contribuì non poco all'indebolimento del principio di proporzionalità: si consentì alle società di creare categorie di azioni diverse da quelle tipizzate dalla legge (art. 2348, comma 2, c.c.); la possibilità di emettere azioni prive del diritto di voto fu estesa - pur sempre nei limiti della metà del capitale sociale - anche alle società che non facevano ricorso al mercato del capitale di rischio, per le quali fu altresì eliminata la necessaria correlazione tra diminuzione del voto e aumento dei privilegi patrimoniali (art. 2351, comma 3,

¹²⁷ C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, II, Padova, 2006, 9. Sulla disciplina, così come concepita nel 1974, *ex multis*, P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio*, in *La riforma-stralcio della società per azioni e la piccola riforma della borsa valori*, Milano, 1975, 212 ss. e P. SPADA, *Le azioni di risparmio*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, II, 585 ss. che suggerì che il rapporto sottostante alle azioni di risparmio dovesse essere qualificato come mutuo assistito da una clausola parziaria anziché quale rapporto associativo. Per un approfondimento sul dibattito che precedette la decisione di legittimare le azioni di risparmio M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981; G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit. 13-15. Cfr. anche P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, cit., 4 il quale sottolinea che lo scopo perseguito attraverso tali azioni non era più solamente quella di attrarre investimenti ma anche di «stabilizzare il controllo in funzione della realizzazione di programmi a medio o lungo termine».

¹²⁸ D. GALLETTI, *Azioni di risparmio e destinazione al mercato: vecchio e nuovo nella disciplina delle società "quotate"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, 608 ss.; NOTARI M., *Commento sub. art. 145 TUF*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di P. Marchetti-L.A. Bianchi, Milano, 1999, 1531 ss.; N. ABRIANI, *Voce "azioni di risparmio"*, in *Dig. dsc. priv.*, sez. comm., Torino, 2000, Agg. I, 51; G. MIGNONE, *Le azioni di risparmio nel nuovo diritto societario*, Napoli, 2013.

¹²⁹ S. ALVARO-A. CIAVARELLA-D. D'ERAMO-N. LINCiano, *La deviazione dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo*, in *Riv. soc.*, 2014, 479 ss. e in *Quaderni giuridici CONSOB*, 5, 2014, 27.

¹³⁰ Art. 4, comma 6, della Legge 3 ottobre 2001, n. 266.

c.c.); fu inoltre ammesso il voto limitato a particolari argomenti o subordinato al verificarsi di determinate condizioni non meramente potestative - ad elementi quindi ulteriori rispetto al solo “essere socio” - (art. 2351, comma 3, c.c.) e, infine, fu disciplinata l’emissione di strumenti finanziari partecipativi diversi dalle azioni ma forniti di diritti patrimoniali o amministrativi (art. 2346, 2349 e 2351 c.c.)¹³¹.

In sintesi, la riforma del 2003, valorizzando il «carattere contrattuale dell’istituto societario»¹³², decretò la caduta dei pilastri “nessun voto senza azioni” e “nessuna azione senza voto”.

Per contro, continuò a reggere il divieto di emettere azioni a voto plurimo, la sopravvivenza del quale fu tuttavia oggetto di discussione¹³³: dai lavori preparatori alla riforma emerge invero che fu presa in considerazione l’opportunità di eliminare detto divieto, sfruttando gli spazi concessi dalla legge delega¹³⁴ e fissando, quale correttivo, il limite di emissione delle azioni a voto plurimo alla metà del capitale sociale¹³⁵.

¹³¹ La letteratura sull’argomento è più che vasta. Ai fini oggetto della presente indagine si rimanda a P. MONTALENTI, *La riforma del diritto societario: profili generali*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2003, 57 ss.; G. MIGNONE, *Commento sub. art. 2346, comma 6, c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, I, Bologna, 2004, 235 c.c.; ID., *Commento sub. art. 2351, comma 5, c.c.*, *ivi*, 235 ss.; P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 673 ss., spec. 689 ss.; N. ABRIANI, *Delle azioni e degli altri strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, I, Bologna, 2004, 209 ss.; M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 1, Assago, 2007, 591 ss. e G. MIGNONE, *Gli strumenti finanziari di cui al 6° co. dell’art. 2346*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2009, 299 ss.; A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.: gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Milano, 2012, 53 ss.; A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, 2012, 15 ss. ove maggiori riferimenti.

¹³² P. MONTALENTI, *Il diritto societario riformato nel quadro europeo*, in AA.VV., *Il diritto societario riformato: bilancio di un decennio e prospettive in un quadro europeo*, Atti del convegno di Courmayeur, 20-21 settembre 2013, Milano, 2014, 20.

¹³³ Sul punto, la dottrina ha osservato come la riforma abbia operato «una selezione tra le fattispecie, mantenendo un atteggiamento restrittivo verso quelle maggiormente in grado di compromettere la corretta funzionalità dei processi decisionali», così in G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 122.

¹³⁴ L’art. 4, comma 5, lett. a, Legge 3 ottobre 2001, n. 266 contemplava tra gli obiettivi della riforma quello di «consentire ai soci di regolare l’incidenza delle rispettive partecipazioni sociali sulla base di scelte contrattuali». Cfr. sul punto F. D’ALESSANDRO, *Società per azioni: le linee generali della riforma*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario. Atti del convegno di Courmayeur*, Milano, 2003, 32-33.

¹³⁵ La proposta di consentire alla società chiuse di emettere azioni a voto plurimo è contenuta nei verbali del 23 aprile 2002 e 30 luglio 2002: *La riforma del diritto societario. Lavori prepara-*

Coloro che si dichiararono favorevoli all'abrogazione del divieto sostenevano che fosse contraddittorio consentire l'esclusione del diritto di voto per alcune categorie di azioni e, contemporaneamente, vietare l'emissione di quelle a voto potenziato, imputando quindi la scelta ad un mero omaggio alla tradizione¹³⁶.

Prevalsero tuttavia coloro che ritenevano che tale divieto fosse essenziale per impedire la cristallizzazione del controllo in capo ad una percentuale inferiore al quarto del capitale di rischio: in particolare, fu sottolineato come il limite della metà del capitale sociale fosse inadeguato a contenere la divaricazione tra potere e rischio in quanto tale divaricazione, per ciò che concerne il voto plurimo, dipende anche dal numero di voti attribuiti a ciascuna azione oltre che dal numero di azioni a voto plurimo emesse¹³⁷.

Si decise così di ammettere il "rischio senza potere" ma non anche il "potere senza rischio" poiché le deroghe alla regola "un'azione, un voto" potevano solo configurarsi *in minus*, ma non anche *in maius*¹³⁸ (anche se, a ben vedere, non è mancato un tentativo, da parte della dottrina, di riconoscere il beneficio della maggiorazione del voto a determinati soci in ragione della loro qualità di fondatori della società ai sensi dell'art. 2341 c.c.¹³⁹).

La *ratio* del divieto delle deroghe alla proporzionalità *in maius* può essere ricercata nell'obiettivo di mantenere, nelle società quotate, un certo grado di con-

tori. *Testi e materiali*, a cura di M. Vietti, F. Auletta, G. Lo Cascio, U. Tombari e A. Zoppini, Milano, 2006, 1685.

¹³⁶ A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento sub. art. 2351 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, G. Niccolini e A. Stagno D'Alcontres, I, Napoli, 2004, 302 ss., 302 (il quale tuttavia durante i lavori si era espresso in senso favorevole al mantenimento del divieto, cfr. *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, a cura di M. Vietti, F. Auletta, G. Lo Cascio, U. Tombari e A. Zoppini, Milano, 2006); C. ANGELICI, *Intervento*, in *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, a cura di M. Vietti, F. Auletta, G. Lo Cascio, U. Tombari e A. Zoppini, Milano, 2006, 1684; M. BIONE, *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 671.

¹³⁷ Sulle difficoltà di individuare gli opportuni correttivi alla maggiorazione del voto, P. ABADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, cit., 4. Cfr. anche N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in N. Abriani-S. Ambrosini-O. Cagnasso-P. Montalenti, *Le società per azioni*, in *Trattato di Diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, 1, Padova, 2010, 303 ss.

¹³⁸ M. BIONE, *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, cit., 673. Cfr. anche S. ALVARO-A. CIARELLA-D. D'ERAMO-N. LINCiano, *La deviazione dal principio un'azione-un voto*, cit., 30.

¹³⁹ F. GALGANO, *Della società per Azioni, Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, 2006, I, Bologna-Roma, 197, richiamato anche da CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, *Orientamento 25/2012. Dei benefici dei soci fondatori*, in *Orientamenti dell'Osservatorio sul Diritto Societario*, Milano, 2016, 55 ss.

tendibilità del controllo¹⁴⁰ e, in tutte le altre, una correlazione minima tra l'ammontare dell'investimento effettuato dal socio a titolo di capitale di rischio e l'influenza che tale socio poteva esercitare in forza del conferimento¹⁴¹.

A ben vedere, tuttavia, il divieto di emettere azioni a voto plurimo era solo uno degli elementi posti a tutela di tale correlazione: si pensi al limite della metà del capitale sociale per le azioni con limitazione del voto o al divieto di attribuire il voto nell'assemblea generale ai titolari strumenti finanziari partecipativi. Secondo una visione più d'insieme, con la riforma furono rafforzati «alcuni presidi inderogabili per un corretto operare degli strumenti dell'agire economico»¹⁴², così da controbilanciare l'ampliamento dell'autonomia statutaria e arginare il rischio di effetti distorsivi (tra le norme con carattere cogente, si ricordino in particolare quelle relative alla pubblicità dei patti parasociali, alla trasparenza nella disciplina degli interessi degli amministratori e nei gruppi, alla responsabilità per abuso di direzione unitaria)¹⁴³.

Come sopra anticipato, a fianco dell'opera del legislatore, anche la prassi contribuì all'erosione del principio di proporzionalità tra rischio e potere, in quanto non mancò di sfruttare tutta l'elasticità del nuovo tessuto normativo, ricorrendo, oltre ai “tradizionali” sistemi di rafforzamento del potere - quali patti parasociali, gruppi piramidali e incroci azionari, già noti e diffusi prima della riforma -, anche ad ulteriori strumenti di “pluspotere”¹⁴⁴: tali strumenti sono anche noti come *Con-*

¹⁴⁰ A. ANGELILLIS-M.L. VITALI, *Commento sub. art. 2351 c.c.*, cit., 467.

¹⁴¹ M. NOTARI, *Disposizioni generali. Conferimenti. Azioni*, in *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2006, 143 in cui si afferma che la *ratio* che era perseguita è quella di «mantenere un minimo equilibrio - quanto meno in via potenziale - tra chi conferisce capitale di rischio e chi ha facoltà di indirizzare la gestione della società».

¹⁴² P. MONTALENTI, *Libertà ed autorità nella riforma del diritto societario*, in *Summa*, n. 200/2004, 30 ss e ID., *La riforma del diritto societario: profili generali*, cit., 57 ss..

¹⁴³ P. MONTALENTI, *Il diritto societario riformato nel quadro europeo*, in AA.VV., *Il diritto societario riformato*, cit., 20. In senso contrario E. GLIOZZI, *Le condonabili deroghe a norme inderogabili nel nuovo diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 16 ss. Cfr. anche P. MONTALENTI, *Le società per azioni a dieci anni dalla riforma: un primo bilancio*, in *Riv. soc.*, 2014, 403 ss., spec. 413 in cui, a sostegno del successo della riforma, sono richiamati i dati statistici raccolti da C. BELLAVITE PELLEGRINI, *Un'analisi empirica sulla “Corporate Italia”: persone giuridiche, assetti finanziari e proprietari e corporate governance societaria 2004-2012*, consultabile, in lingua inglese, sul sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2274102.

¹⁴⁴ Così definiti da A. ANGELILLIS-M.L. VITALI, *Commento sub. art. 2351 c.c.*, cit., 468-469, con riferimento, tra gli altri, all'emissione, anche nelle società chiuse, di azioni senza voto, all'assegnazione di azioni non proporzionale al conferimento, all'attribuzione del voto determinante in alcune materie a favore di una determinata categoria di azioni o alla possibilità di nominare la

*trol Enhancing Mechanisms (CEMs)*¹⁴⁵, espressione volta a ricomprendere tutti quei meccanismi che favoriscono la permanenza del controllo societario in capo ai soggetti che già lo detengono, stabilizzando lo *status quo* e favorendone la perpetuazione¹⁴⁶.

Il voto plurimo è infatti solo uno dei “numerosi artifici” per rafforzare il potere di chi detiene solo una minoranza del capitale, in quanto, come indicato in uno scritto negli anni '30 «è affatto indifferente per il controllo quale ne sia il fondamento legale»¹⁴⁷. Sul punto è curioso notare come la tendenza delle società a ricorrere a quel ventaglio di “fondamenti legali” alternativi al voto plurimo - in caso di divieto di quest'ultimo - fosse già stata intuita all'inizio del secolo scorso, proprio quando il dibattito intorno alla maggiorazione del voto era diventato particolarmente acceso. La citazione è dello Scialoja e merita di essere riportata per intero: «è pura illusione che la legge possa vietare il voto plurimo, o più esattamente, possa impedire il verificarsi di quelle situazioni che il privilegio nel voto viene a creare o a regolare. Stabilito per legge che ogni azione dà diritto ad un solo voto, la pratica degli affari, sotto la spinta della necessità, troverebbe altri dieci modi per raggiungere lo stesso scopo, e sarebbero spesso [...] mezzi meno economici e più pericolosi»¹⁴⁸.

A ben vedere, ancora la dottrina più recente ha sottolineato come gli strumenti alternativi alla maggiorazione del voto possano risultare più “opachi” rispetto alla modificazione “diretta” dei diritti di voto per ogni azione¹⁴⁹ e fu anche

maggioranza dei componenti degli organi sociali da parte di una categoria che non rappresenta la maggioranza del capitale sociale.

¹⁴⁵ P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, cit., 4.

¹⁴⁶ I *CEMs* sono invero di diversi tipi e perseguono funzioni diverse ma, secondo attenta dottrina, l'espressione risulta a rigore appropriata solo per quei meccanismi volti a rafforzare il controllo attraverso il potere di voto: cfr. M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015, 140.

¹⁴⁷ E. FINZI, *Società controllate*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, I, 467 il quale, tra i “numerosi artifici” per garantire il controllo elencò - oltre alla partecipazione alla maggioranza del capitale - le azioni a voto plurimo, i sindacati di maggioranza, i “*voting trusts*” e le società a catena, espressione quest'ultima con cui si indicavano i gruppi.

¹⁴⁸ A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, cit., 779.

¹⁴⁹ A. BUSANI-M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si “pesano”*: superato il principio *one share one vote* con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, in *Società*, 2014, 1052, con particolare riferimento in particolare ai gruppi piramidali. Conformi S. ALVARO-A. CIAVARELLA-D. D'ERAMO-N. LINCIANO, *La deviazione dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo*, cit., 12, ove il richiamo a L. BEBCHUK-R. KRAAKMAN-G. TRIANTIS, *Stock Pyramids, cross-ownership and the dual class equity: the creation of agency costs of separating*

proprio da tali considerazioni che si trassero le istanze per il recepimento del voto plurimo all'interno dell'ordinamento italiano, cui si giunse con la riforma del 2014.

2.3. *I tentativi di armonizzazione a livello europeo. Dal principio di proporzionalità alle politiche di long term investment.*

Un'analisi del percorso che ha portato il legislatore italiano a optare per l'adozione del voto plurimo non può limitarsi al solo contesto nazionale, in quanto il fenomeno del disallineamento tra rischio e potere – all'interno del quale si colloca il tema del voto plurimo –, non solo è risalente nel tempo¹⁵⁰ ma è altresì comune a tutte le realtà europee e transoceaniche, in quanto «coevo e coesistente alla grande impresa azionaria che si rivolge al pubblico risparmio»¹⁵¹.

Sul punto risultano di particolare interesse gli studi sulle deviazioni dal principio di proporzionalità all'interno degli Stati Membri dell'Unione Europea, commissionati agli inizi degli anni 2000 per valutare l'opportunità di un intervento comunitario sul tema¹⁵².

L'obiettivo - almeno in quei primi anni - era di rendere il principio di proporzionalità un punto di riferimento del diritto europeo, tanto che nel 2002 l'*High*

control from cash flow rights, in *Concentrated Corporate Ownership, NBER Conference Report Series*, 2000, 295-315.

¹⁵⁰ Si è già fatto sopra cenno (Cap. I, par. 1.2.) ai contributi di Berle e Means in merito alle *big corporations* d'oltreoceano e alle considerazioni di altra illustre dottrina sull'azionariato italiano della prima metà del secolo scorso. Cfr. in particolare G. COTTINO, *Diritto Commerciale. Le società e le altre associazioni economiche*, I, 2, 1994, Padova, 281, ove si legge: «il processo di separazione tra la proprietà delle azioni ed il controllo delle società, tra il piccolo azionista ed i gruppi di comando, si è semplicemente radicalizzato con il crescere della concentrazione industriale». Cfr. anche ID., *La riforma delle società commerciali*, Modena, 1968, 3 ss.; A. ARCANGELI-T. ASCARELLI, *Il regime delle società per azioni*, cit., 162 e A. MIGNOLI, *Idee e problemi nell'evoluzione della «company» inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, 670. Per

¹⁵¹ P. MONTALENTI, *Società per azioni corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, 43. Nello stesso senso A. MIGNOLI, *Idee e problemi nell'evoluzione della «company» inglese*, cit., 670. Il Barcellona, invece, giunge alla conclusione che il principio di correlazione “rischio/potere” conservi ancora il fregio di «canone fondamentale» del diritto societario (E. BARCELONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato fra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.*, Torino, 2012, 1 ss., spec. 220).

¹⁵² Si vedano in particolare G. FERRARINI, *One Share – One Vote: A European Rule?*, in *European Company & Financial Law Review*, 2006, 153, pubblicato, in traduzione italiana, in *Riv. Soc.*, 2006, I, 24 ss. e S. ALVARO-A. CIAVARELLA-D. D'ERAMO-N. LINCIANO, *La deviazione dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo*, cit., ove maggiori riferimenti.

Level Group on Company Law Experts (noto anche come Gruppo Winter, in quanto presieduto dal Professor Jaap Winter) affermò che uno degli obiettivi più rilevanti dell'armonizzazione del diritto societario consisteva proprio nell'introduzione della regola "un'azione, un voto"¹⁵³.

Non erano infatti poche le spinte per un riconoscimento, a livello europeo, di tale principio, tanto che già in un importante lavoro del 1998, la proporzionalità tra azioni e voti fu dichiarata uno dei «principali meccanismi di protezione degli investitori esterni al gruppo di comando»¹⁵⁴.

Tali istanze, tuttavia, dovettero misurarsi con le diverse deviazioni dal principio di proporzionalità che erano andate diffondendosi in tutta Europa.

La prova del fatto che l'obiettivo di armonizzazione del Gruppo Winter collideva con una realtà societaria propensa a ricorrere agli strumenti di rafforzamento del controllo fu fornita dal noto studio ordinato dalla stessa Commissione Europea nell'ambito dell'*Action Plan* sul diritto societario e sul miglioramento della *corporate governance*¹⁵⁵. Lo studio, pubblicato nel 2007, fornì una ampia ricognizione dei già menzionati *Control Enhancing Mechanisms (CEMs)* cui le società quotate nei mercati europei avevano fatto ricorso nel periodo tra il 1° gennaio 2004 e il 24 maggio 2006, concludendo che non potevano desumersi argomentazioni univoche a sostegno del principio di stretta simmetria tra azioni e voti¹⁵⁶.

¹⁵³ THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on Issues related to Takeover Bids*, Bruxelles, 10 gennaio 2002 e *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Bruxelles, 4 novembre 2002. Si affermò, in particolare, la necessità di creare un *level playing field* in ambito di offerte pubbliche di acquisto, per la creazione del quale era essenziale imporre negli Stati Membri un principio di proporzionalità fra rischio economico e diritti di controllo.

¹⁵⁴ R. LA PORTA-F. LOPEZ DE SILANES-A. SHLEIFER-R.W. VISHNY, *Law and Finance*, in *Journal of Political Economy*, 1998, 106, 6, 1113. Conformi sul punto, tra gli altri, S.J. GROSSMAN-O.D. HART, *One share - One vote and the Market for Corporate Control*, in *J. Fin. Econ.*, 1988, 175 e G.A. JARRELL-A.B. POULSEN, *Dual-class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms: the recent evidence*, in *J. Fin. Econ.*, 1988, 129.

¹⁵⁵ COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament. Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward*, COM(2003) 284 final, Bruxelles, 21 maggio 2003.

¹⁵⁶ SHEARMAN & STERLING-INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES-EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, *Proportionality between Ownership and Control in Eu Listed Companies. Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Bruxelles, 18 maggio 2007. Lo studio era stato commissionato l'anno precedente, come risulta da EUROPEAN COMMISSION. INTERNAL MARKET AND SERVICES DG, *Invitation to tender MARKET/2006/15/F*, pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea 2006/S74-076808 del 15 aprile 2006. Per ciò che concerne più specificamente i dati sulla diffusione del voto plurimo, lo studio riporta le seguenti percentuali:

Ad analoghi risultati erano giunti sia lo studio commissionato dalla *Association of British Insurers* (da cui emerse, tra l'altro, che il 20% delle 300 società prese in esame - tutte quotate nell'indice FTSE Eurofirst 300 alla data del 1° luglio 2004 – aveva emesso azioni a voto plurimo)¹⁵⁷, sia quello condotto da Bennedsen e Niesel, su più di 4.000 società europee¹⁵⁸.

Nell'ambito del menzionato *Action Plan* fu altresì promossa dalla Direzione Generale per il mercato interno una consultazione, rivolta ad intermediari finanziari, accademici, professionisti, investitori istituzionali e autorità pubbliche: ancora una volta, le risposte in merito all'opportunità di un intervento comunitario in materia di proporzionalità tra azioni e voti furono tutt'altro che univoche¹⁵⁹.

Alla luce di tali studi e di un ulteriore *paper* che invocava, quale obiettivo di breve termine, un potenziamento dei doveri di informazione e di trasparenza in merito ai *CEMs* affinché il mercato potesse meglio valutare tali deviazioni dal principio di proporzionalità¹⁶⁰, si giunse alla pubblicazione, da parte della Commissione Europea, di un *Impact Assesment* in cui furono illustrati i pro e i contro di una più piena applicazione del principio di proporzionalità tra proprietà e controllo¹⁶¹.

Gli sforzi della Commissione non si tradussero tuttavia in un'opera di armonizzazione in quanto - così concluse il commissario Mc Creevy - non sussistevano

Svezia (80%), Francia (55%), Olanda (42%), Finlandia (40%), Danimarca (25%), Polonia (20%), Regno Unito (5%) e Ungheria (5%).

¹⁵⁷ DEMINOR RATING, *Application of the one share – one vote principle in Europe*, 2005.

¹⁵⁸ M. BENNEDSEN -M.K. NIELSEN, *The principle of proportional ownership, inversor protection and firm value in Western Europe. ECGI Finance Working Paper n. 134/2006*, consultabile sul sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=941054.

¹⁵⁹ DIRECTORATE GENERAL FOR INTERNAL MARKET AND SERVICES, *Consultation and Hearing on Future Priorities for the Action Plan on Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union. Summary Report*, maggio 2006, consultabile sul sito <http://www.ecgi.org/commission/>.

¹⁶⁰ EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE FORUM WORKING GROUP, *Paper of the European Corporate Governance Forum Working Group on Proportionality*, Bruxelles, giugno 2007.

¹⁶¹ COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies*. SEC (2007) 1705, Bruxelles, 12 dicembre 2007 che riporta: «*We believe there is a strong case for the Commission in the short term to initiate measures that would improve the transparency of mechanisms that deviate from the proportionality principle and their application in practice. Improved disclosure requirements would facilitate markets in making better judgements and valuations of these deviations, which may result in a move away from the more detrimental mechanisms*».

ragioni sufficienti per giustificare un intervento comunitario in materia¹⁶²: non solo non si era riusciti a dimostrare che l'applicazione del principio "un'azione, un voto" portasse necessariamente a dei vantaggi ma si era altresì riscontrato un «panorama regolamentare che vedeva inattuato il principio, pur con declinazioni variabili, in tutti gli ordinamenti europei ed anche di oltreoceano»¹⁶³, panorama che aveva dunque consentito la diffusione in tutta Europa di diversi strumenti di divaricazione tra proprietà e potere.

Abbandonati, dunque, i tentativi di una più piena applicazione a livello europeo del principio "one share, one vote", negli anni successivi si è assistito ad una sorta di "inversione di rotta" a favore di politiche volte ad incentivare l'investimento di lungo periodo, come emerge sia dall'*Action Plan* del 2012 per la modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario¹⁶⁴, sia dal c.d. Libro Verde del 2013, ma soprattutto, dalla recentissima Direttiva 2017/828/UE del 17 maggio del 2017, volta a modificare la Direttiva 2007/36/CE (relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate) "per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti"¹⁶⁵.

¹⁶² Il Commissario McCreedy si esprime nei seguenti termini: «*There has been an active and open discussion of the pros and cons of one share, one vote over the past two years. [...] The study found that there is no economic evidence of a causal link between deviations from the so-called "proportionality principle" and the economic performance of companies [...]. My conclusion is that there is no need for action at EU level on this issue. Even in the light of the economic evidence, there have still been some calls from experts and investors for more transparency on the need for and use of the so-called "control enhancing mechanisms". I have no doubt that enhanced transparency and better dialogue between companies and their shareholders would be useful for the market. [...]. But a further layer of EU action is not the right way to go*» C. MCCREEDY, *Speech by Commissioner McCreedy at the European Parliament's Legal Affairs Committee. SPEECH/07/592*, Bruxelles, 3 ottobre 2007, consultabile sul sito http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-07-592_en.htm.

¹⁶³ P. MONTALENTI, *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo: prime considerazioni*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 30.

¹⁶⁴ EUROPEAN COMMISSION, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Action Plan: European company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies*, COM(2012) 740 final, Strasbourg, 12 dicembre 2012, analizzata in THE FORMER REFLECTION GROUP ON THE FUTURE OF EU COMPANY LAW, *Response to the European Commission's Action Plan on Company Law and Corporate Governance*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2013, 304.

¹⁶⁵ Così espressamente "rubricata" la Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017, pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea n. L. 132 del 20 maggio 2017 (17CE1469).

L'inversione di rotta fu tanto repentina, dunque, che «nel giro di un paio d'anni si passò dall'idea di eliminare le azioni a voto plurimo, all'idea addirittura di favorirle»¹⁶⁶, in quanto la concessione di un diritto di voto potenziato rientra a pieno titolo tra gli strumenti idonei ad incoraggiare la partecipazione a lungo termine degli azionisti¹⁶⁷.

Tale "idea", tuttavia, non ha ancora trovato, a livello europeo, una veste normativa, nonostante non siano mancati tentativi in merito. A ben vedere, infatti, nel 2015 il Parlamento Europeo aveva proposto di modificare la Direttiva 2007/36/CE imponendo agli Stati Membri l'adozione di meccanismi quali il potenziamento del voto quale premio di fedeltà, ma tale proposta fu bocciata¹⁶⁸; in epoca ancora più recente, la sopra menzionata Direttiva 2017/828/UE del 17 maggio del 2017, per quanto espressamente volta ad incentivare le politiche societarie di lungo termine, non contempla riferimento alcuno al potenziamento del voto.

La battuta di arresto che l'armonizzazione ha subito in merito al rapporto tra azioni e voti (così come per i gruppi piramidali e per i *Control Enhancing Mechanisms* in generale) è causata principalmente dal fatto che il quadro normativo in vigore negli Stati Membri, si presenta rispetto a tali materie ancora troppo variegato¹⁶⁹. Di conseguenza, sebbene la maggiorazione del voto possa oggi costituire un mezzo per perseguire le nuove politiche di *long term investment* e non sia più censurabile in quanto ostacolo alla realizzazione dell'ormai abbandonato principio

¹⁶⁶ F. DENOZZA, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 237.

¹⁶⁷ EUROPEAN COMMISSION, *Green paper. Long-term Financing of the European Union*, COM(2013) 150 final/2, Bruxelles, 9 aprile 2013, spec. punto 3.

¹⁶⁸ EUROPEAN PARLIAMENT, *Report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement (COM(2014)0213 – C7 0147/2014 – 2014/0121(COD))*, Strasbourg, 12 maggio 2015. La proposta, contenuta all'art. 3 *sexies-bis*, così recitava: «Gli Stati membri istituiscono un meccanismo per promuovere la partecipazione azionaria a lungo termine e favorire gli azionisti a lungo termine. Gli Stati membri definiscono il periodo minimo affinché un azionista possa essere considerato un azionista a lungo termine, periodo che in ogni caso non deve essere inferiore a due anni. Il meccanismo di cui al primo comma include uno o più di uno dei seguenti vantaggi per gli azionisti a lungo termine: ulteriori diritti di voto; incentivi fiscali; premi di fedeltà; azioni che garantiscono un diritto di voto maggiorato per chi possiede azioni a lungo termine»). Essa fu bocciata nella votazione dell'8 luglio 2015.

¹⁶⁹ Ad un più dettagliato esame della disciplina in vigore nei principali Stati Membri è dedicato il Capitolo II.

di proporzionalità, finché non si giunga ad un compromesso tra tutti gli Stati Membri, la materia non può che restare nelle mani dei legislatori nazionali¹⁷⁰.

2.4. Segue. *Il ruolo della regulatory competition.*

L'ingresso del voto plurimo nell'ordinamento italiano non avvenne, dunque, attraverso le porte dell'armonizzazione. Si può certo argomentare che il mutamento di *policies* perseguite a livello europeo (con un rinnovato *favor* per gli strumenti di incentivazione del *long term investment*) avesse già contribuito a rendere più vulnerabile il divieto di voto plurimo, ma la spinta decisiva per l'adozione di tale istituto all'interno dei nostri confini va ricercata nel fenomeno noto come "*regulatory competition*".

I legislatori nazionali, infatti, oltre ad esser soggetti all'armonizzazione "diretta" delle direttive comunitarie e, in alcuni casi, a contribuire ad un adeguamento spontaneo dei diritti nazionali a regole e principi affini, attraverso "aperture comparatistiche" (com'è ad esempio accaduto in tema di sistemi di *governance*, quando, nel 2003, si è inserita nel nostro Codice la possibilità di optare per il modello dualistico o monistico, oltre al modello tradizionale¹⁷¹), operano anche - soprattutto per alcune materie - secondo una logica di "competizione".

Il fenomeno, che affonda le sue radici nella giurisprudenza della Corte di Giustizia, a partire dal caso *Centros* del 1999, consiste nella ricerca, da parte dei legislatori degli Stati Membri, di soluzioni normative che assicurino le condizioni il più possibile favorevoli agli investimenti imprenditoriali, in modo da "attirare" gli stessi all'interno dei propri confini o almeno, specularmente, non provocarne la dipartita. Così come ne è stata testimonianza in Germania la riforma in tema di capitale minimo (dettata dalla necessità di arginare l'"esodo" delle società tedesche oltremarina, ove i requisiti di capitale erano meno stringenti¹⁷²), così in Italia

¹⁷⁰ P. MONTALENTI, *Società per azioni corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, 33 ss. Cfr. anche V. CALANDRA BUONAURA, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 253.

¹⁷¹ Si veda in particolare MONTALENTI P., *Il diritto societario europeo tra armonizzazione e concorrenza regolatoria*, in AA. VV., *Unione europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati*, a cura di P. Montalenti, Milano, 2016, 91 ss.

¹⁷² P. MONTALENTI, *op. loc. ultt. citt.*

l'abrogazione del divieto del voto plurimo ha costituito un ulteriore e importante esempio di tale fenomeno.

L'ordinamento italiano prima della riforma del 2014 scontava, infatti, uno svantaggio di "asimmetria regolamentare"¹⁷³ dovuto al fatto che, mentre in altri ordinamenti, anche vicini, era lecito potenziare il diritto di voto incorporato nelle azioni, tale possibilità nel nostro ordinamento rimaneva preclusa.

Se già da tempo l'Italia soffriva tale svantaggio, l'evento riconosciuto come determinante fu il trasferimento ad Amsterdam della sede legale dell'allora Fabbrica Italiana Automobili Torino (FIAT), trasferimento che consentì alla società, una volta diventata Fiat Chrysler Automobiles NV (FCA), di vedersi applicato il diritto olandese e, quindi, poter ricorrere alla maggiorazione del voto che invece nel nostro ordinamento le era ancora preclusa¹⁷⁴.

La strettissima correlazione temporale tra le decisioni del colosso automobilistico e la riforma del Codice è ben evidenziata dal Marchetti¹⁷⁵: trascorse poco meno di un anno dal 9 luglio 2013 (data in cui l'assemblea straordinaria di Fiat Industrial S.p.A. approvò il progetto di fusione transfrontaliera in una società di diritto olandese dalla medesima controllata, cui seguì, il 15 giugno 2014, la parallela decisione della sua controllante, Fiat S.p.A.) e quella in cui entrò in vigore il c.d. "D.L. Competitività".

Fu, infatti, nel giugno del 2014 che venne legittimato, per la prima volta in Italia, il potenziamento del voto, ancorché limitatamente alle *loyalty shares*, ossia alla maggiorazione del voto in forza del possesso continuato delle azioni per un dato tempo. L'11 agosto dello stesso anno, poi, con la conversione del decreto nella Legge n. 116/2014¹⁷⁶, fecero il loro ingresso nel nostro ordinamento anche le

¹⁷³ L'espressione fu impiegata già nel 2008 da P. MONTALENTI, *I gruppi piramidali tra libertà di iniziativa economica e asimmetrie del mercato*, in *Riv. soc.*, 2008, 332. Cfr. anche ID., *Società per azioni corporate governance e mercati finanziari*, cit., 39 ss. e ID., *Il diritto societario europeo tra armonizzazione e concorrenza regolatoria*, cit., 93 ss.

¹⁷⁴ P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2015, 448 ss; M. VENTORUZZO, *The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat*, *ECGI Law Working Paper n. 228/2015*, reperibile sul sito http://ssrn.com/abstract_id=2574236. Per la descrizione in dettaglio delle operazioni si veda P. MARCHETTI, *Le fusioni transfrontaliere del gruppo Fiat-Chrysler*, in *Riv. soc.*, 2014, 1124 ss..

¹⁷⁵ P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 448-449.

¹⁷⁶ La riforma concernente la maggiorazione del voto è contenuta all'art. 20 del d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito, con modificazioni, dalla l. 11 agosto 2014, n. 116, in *Gazzetta Ufficiale, Serie Generale*, del 20 agosto 2014, n. 192, n. 192, *Suppl. Ordinario* n. 72.

azioni a voto plurimo, sancendo così la fine di quella «sorta di tabù o di “totem protettivo” della democrazia societaria»¹⁷⁷, rappresentata dal divieto (ora eliminato) di cui all’art. 2351 c.c.

¹⁷⁷ P. MONTALENTI, *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo: prime considerazioni*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 29.

CAPITOLO II

PROFILI COMPARATIVI

Sommario: 1. Il contesto europeo – 1.1. Francia – 1.2. Paesi Bassi – 1.3. Svezia, Danimarca, Finlandia – 1.4. Regno Unito – 1.5. Altri Stati membri in cui è possibile emettere azioni a voto multiplo. Irlanda, Ungheria, Polonia – 1.6. Paesi europei che non ammettono la maggioranza del voto. Germania, Austria, Belgio, Lussemburgo, Spagna. – 2. Stati Uniti d’America – 3. Altri Paesi. Hong Kong, Singapore, Giappone, Svizzera.

1. Il contesto europeo.

La regolamentazione del voto multiplo in Europa ha rivestito un ruolo determinante per la sua introduzione in Italia, non solo in quanto il continente è teatro di un sempre maggiore *favor* per le politiche di investimento a lungo termine e del fenomeno di *regulatory competition* di cui si è fatto cenno nel precedente capitolo, ma anche per aver presentato al legislatore italiano i modelli cui ispirarsi per strutturare e definire la disciplina del voto plurimo e del voto maggiorato.

Il quadro europeo – e, a maggior ragione, quello internazionale – si presenta poco omogeneo in materia di diritti di voto, poiché, se il principio di proporzionalità è adottato in tutti gli ordinamenti quale regime legale, le deviazioni da esso sono articolate nel modo più vario da Paese a Paese: ne sono prova i risultati dello studio del 2007 della Commissione Europea che, fornendo una descrizione sistematica dell’ordinamento di sedici Stati membri, dà conto dell’ampio ventaglio – e delle diverse combinazioni – di *Control Enhancing Mechanisms* ivi adottati¹.

Nei prossimi paragrafi ci si concentrerà esclusivamente sulle scelte operate dai principali Stati Membri e da alcuni Paesi extra-europei in materia di potenziamento del voto, soffermandosi solo brevemente sulle altre deviazioni al principio di proporzionalità ammesse negli Stati in cui il voto multiplo non ha cittadinanza e dedicando invece maggiore attenzione a quegli ordinamenti che più hanno

¹ SHEARMAN & STERLING LLP - INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES - EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, *Proportionality between Ownership and Control in Eu Listed Companies. Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Bruxelles, 18 maggio 2007: lo studio si è concentrato sulla disciplina e sulla diffusione di *CEMs* (quali, tra gli altri, azioni a voto plurimo e prive del diritto di voto (con o senza privilegi patrimoniali), strutture piramidali, tetti di voto e di possesso azionario, *golden shares*, partecipazioni reciproche e patti parasociali) in Belgio, Danimarca, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Ungheria, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Polonia, Spagna, Svezia e Regno Unito. Nello studio sono presenti anche cenni alla diffusione dei *CEMs* in alcuni ordinamenti extra-europei quali Stati Uniti, Australia, Giappone, Hong Kong, Singapore, Malesia, Thailandia e Indonesia.

influenzato il legislatore delle riforma del 2014 nello strutturare la disciplina del voto plurimo e del voto maggiorato, quali, *in primis*, quello francese.

1.1. Francia.

Le azioni a voto plurimo comparvero sul territorio francese nei primi anni del novecento², quale strumento per rafforzare i poteri dei soci fondatori ed assicurare la continuità dell'amministrazione del gruppo dirigente negli anni di forte svalutazione monetaria del primo dopoguerra. Come per l'Italia di quegli stessi anni, dunque, la maggiorazione del voto nacque come risposta della prassi alle esigenze della realtà economica e, proprio come in Italia, riuscì a trovare cittadinanza nell'ordinamento nonostante l'assenza di norme di legge che la contemplassero.

La legittimità delle azioni a voto plurimo fu argomentata sulla base di una interpretazione estensiva dell'articolo 34 dell'allora vigente *Code de Commerce* (come modificato dalla *Loi du 16 novembre 1903*) che, se da un lato sanciva il principio di proporzionalità, dall'altro faceva salve eventuali «*dispositions contraires des statuts*»³ (esattamente come avvenne all'interno dei nostri confini, in forza del disposto dell'art. 164 del Codice di Commercio del 1882 che, fermo restando il diritto ad un voto nelle assemblee generali in capo ad ogni singolo azionista, consentiva di creare per statuto azioni con diritti diversi).

² Come segnalato nel precedente capitolo, deroghe alla proporzionalità tra investimento e potere si ravvisarono già al tempo delle Compagnie delle Indie – considerate le prime manifestazioni della successiva moderna società anonima – in quanto l'attribuzione di alcuni diritti sociali (tra cui il voto) era riconosciuto solo ai maggiori azionisti e, quindi, non in modo proporzionale all'investimento effettuato nella Compagnia (gli Editti di Luigi XIV del 1664 sono consultabili in *Conférences des ordonnances de Louis XIV*, II, Parigi, 1719, 483).

³ Più precisamente, l'art. 34 si presentava del seguente tenore letterale: «*Sauf dispositions contraires des statuts les actions de priorité et les autres actions ont un droit de vote égal*». Tra gli Autori che si espressero a favore della maggiorazione del voto si ricordino G. BOURCARD, *Les actions à vote plural*, in *Journal des sociétés*, 1923, 417 e A. AMIAUD, *Les actions à droit de vote inégal*, Parigi, 1922, 12, il quale afferma: «*La validité des actions à droit de vote inégal, conséquence naturelle et logique de la reconnaissance par le législateur de la légalité des actions de priorité, apparaît ainsi indiscutable à quelque point de vue que l'on entende se placer*». Parzialmente differente l'interpretazione data dal Mazeaud il quale, evidenziando la contrapposizione tra *actions de priorité* e *autres actions* nel medesimo art. 34 sopra citato, concluse che l'unico modo per inserire nello statuto la maggiorazione del voto fosse quello di emettere delle *actions de priorité* e attribuire il voto plurimo a queste o a quelle ordinarie (H. MAZEAUD, *Le vote privilégié dans les sociétés de capitaux*, cit.).

Il più antico – e forse anche più rilevante – esempio di maggiorazione del voto in Francia risale al 1911, anno in cui fu costituita la *Société Centrale des Banques de Province*, il cui capitale venne suddiviso in due categorie di azioni: quelle ordinarie, offerte in pubblica sottoscrizione, e quelle privilegiate che, per consentire al gruppo dei banchieri fondatori di mantenere il controllo (avendo gli stessi apportato esperienza e credito alla Banca), incorporavano dieci voti per ogni azione⁴.

Le società francesi che, seguendo l'esempio della *Société Centrale des Banques*, decisero di emettere azioni con voto plurimo furono «moltissime»⁵: si ha notizia di almeno 115 società dotate di tale caratteristica, pari all'11% delle società allora esistenti⁶; il numero di voti attribuiti per ogni azione – secondo i dati ricavati dal *Bullettin des annonces legales obligatoires* – oscillava da uno e mezzo a quattrocento ma nella maggior parte degli statuti non superava i dieci⁷.

Tuttavia, come rilevato da attenta dottrina, le azioni a voto plurimo andarono diffondendosi in un ordinamento che, in quanto privo di una regolamentazione specifica, «non era preparato a riceverle»⁸ e poiché i primi – e soli – interventi del legislatore si limitarono a vietare la maggiorazione nelle anonime *a participation ouvrière* e nelle cooperative di consumo, le richieste di una disciplina organica si fecero sempre più insistenti⁹. Nel frattempo, la crisi della *Banque Centrale de Province* e della *Banque Industrielle de Chine* rafforzarono le argomentazioni delle correnti contrarie alla legittimazione dell'istituto, tanto che tale orientamento infine prevalse: nel 1930 fu sancito il divieto di emettere azioni a voto plurimo¹⁰

⁴ E. THALLER, *Des divers emplois possibles d'actions de priorité*, in *Journal des sociétés civiles et commerciales*, 1912, 394.

⁵ A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, cit., 774, il quale segnala, tuttavia, l'assenza di una «completa e precisa statistica».

⁶ Le cifre riportate si riferiscono alle sole società con azioni emesse in pubblica sottoscrizione, motivo per cui, come rilevato dallo Scialoja, è possibile affermare che la percentuale delle società dotate di voto plurimo fosse ben maggiore: cfr. A. SCIALOJA, *op. loc. ultt. citt.*

⁷ I dati sono stati raccolti e pubblicati da H. MAZEAUD, *Le vote privilégié dans les sociétés de capitaux*, cit.

⁸ G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo. Le azioni a voto plurimo nel diritto francese*, cit., 268.

⁹ Cfr. A. SRAFFA, *Un progetto di legge sulle azioni a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 1927, I, 353 e C. VIVANTE, *Proposte per la riforma delle società anonime*, in *Foro it.*, 1935, IV, 59.

¹⁰ L'art. 6 della *Loi 26 avril 1930* sancì che «*Toute émission d'actions spéciales à droit de vote privilégié, c'est-à-dire d'actions ayant, dans les assemblées des actionnaires, un droit de vote supérieur à celui des autres actions, eu égard à la quotité du capital social qu'elles représentent respectivement est interdite à compter de la promulgation de la présente loi*». Sui problemi causati

e, tre anni più tardi, la Legge 13 novembre 1933 fissò a livello normativo il principio di proporzionalità tra numero di azioni possedute e numero di voti attribuiti ai soci¹¹.

La regola “*une action, une voix*” non si presentò tuttavia, nemmeno nella sua prima formulazione, priva di eccezioni. Se da un lato le azioni a voto plurimo (quale categoria di azioni dotate di tale specifica caratteristica) persero definitivamente la cittadinanza francese, dall’altro la medesima legge del 1933 consentì agli statuti di attribuire un voto doppio ai titolari di azioni nominative e interamente liberate, purché possedute dal medesimo azionista per un minimo di due anni¹². Tale possibilità fu negli anni ampiamente sfruttata, tanto che agli inizi del 2014 oltre la metà delle società dell’indice CAC40 aveva optato per l’adozione del meccanismo del voto doppio, tra cui le note società Carrefour SA, Danone, Total, LVMH e Michelin¹³.

Oggi le società quotate non devono più procedere all’*opt-in* statutario secondo il meccanismo sopra descritto, in quanto la riforma operata con la Legge n. 2014/384 del 29 marzo 2014 – anche nota anche come *Loi Florange*¹⁴ – ha eleva-

dalla mancanza di una norma transitoria, si veda approfonditamente E. THALLER-P. PIC, *Des sociétés commerciales*, in *Traité général théorique et pratique de Droit commercial*, I, Parigi, 1907, 816.

¹¹ Art. 1 comma 1 della Legge 13 novembre 1933: «*Dans les assemblée des actionnaires, le droit de vote attaché aux actions est obligatoirement proportionnel à la quotité du capital social souscrit qu’elles représentent respectivement, sans préjudice des limitations du nombre de voix dont peut disposer un membre de l’Assemblée, prévues par les articles 27 et 31 de la loi du 24 juillet 1867*». Sul principio di proporzionalità si veda ampiamente P. LEDOUX, *Le droit de vote des actionnaires*, cit., 21 ss..

¹² Art. 1 comma 2 della Legge 13 novembre 1933«*Toutefois un droit de vote double de celui conféré aux actions au porteur, eu égard à la quotité au capital social qu’elles représentent, peut être attribué: soit par les statuts aux actions nominatives libérées dès l’origine, soit par ces statuts ou une Assemblée générale extraordinaire ultérieure, à toutes les actions libérées, pour lesquelles il sera, justifié d’une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire; le tout sous réserve des dispositions statutaires relatives aux actionnaires de nationalité étrangère, et aussi, des dispositions de l’article 3 ci-après. Ce droit de vote double cesse de plein droit et nonobstant toute clause contraire pour toute action ayant fait l’objet d’une conversion au porteur ou d’un transfert. Néanmoins n’interrompra pas le délai de deux ans ci-dessus fixé ou conservera le droit acquis tout transfert du nominatif au nominatif par suite de succession ab intestat ou testamentaire ou de partage de communauté de biens entre époux. Il en sera de même en cas de donation entre vifs au profit d’un conjoint ou d’un parent au degré successible*».

¹³ L’elenco completo è riportato in S. ALVARO-A. CIAVARELLA-D. D’ERAMO-N. LINCIANO, *La deviazione dal principio un’azione-un voto e le azioni a voto multiplo*, cit., 35 (tav. 1).

¹⁴ *Loi Florange* n. 2014-384, del 29 marzo 2014 (art. 7), *Journal Officiel 1er avril 2014*. Il nome è quello della località in cui il gruppo Arcelor Mittal decise di chiudere gli impianti a caldo della sua acciaieria, pur redditizia, a causa di una sovracapacità produttiva nel settore. Cfr. F. BARRIERE-C. DE REALS, *La loi Florange: une loi anti-OPA?*, in *Revue des Sociétés*, 2014, 279-90;

to il voto doppio “fidelizzante” a regime legale, al fine di incentivare ulteriormente le politiche di *investissement de long terme*.

Più precisamente, la riforma, sostituendo il terzo comma dell’art. 225-123 del *Code de Commerce*¹⁵, ha eliminato la nazionalità tra i requisiti necessari per poter beneficiare della maggiorazione del voto (rimasta ancora oggi solo opzionale per le società “chiuse”) e inserito la seguente previsione:

«*Dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, les droits de vote double prévus au premier alinéa sont de droit, sauf clause contraire des statuts adoptée postérieurement à la promulgation de la loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, pour toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au nom du même actionnaire. Il en est de même pour le droit de vote double conféré dès leur émission aux actions nominatives attribuées gratuitement en application du deuxième alinéa*»¹⁶.

La disciplina dettata in Francia per il voto maggiorato presenta dunque tratti simili a quella che, proprio pochi mesi dopo la promulgazione della *Loi Florange*, sarebbe stata introdotta anche all’interno dei nostri confini¹⁷: come emerge dagli

E. MOUIAL-BASSILANA - I. PARACHKEVOVA, *Les apports de la loi Florange au droit des sociétés*, in *Bulletin Joly Sociétés*, Mai 2014, 314-19; Q. DURAND, *Loi visant a reconquerir l'economie réelle: presentation des aspects relatifs aux offres publiques*, in *Bulletin Joly Bourse*, Mai 2014, 274-82.

¹⁵ Nella versione immediatamente precedente alla riforma (consultabile sul sito www.legifrance.gouv.fr), l’articolo L225-123, ereditando quanto disposto per la prima volta dalla Legge 13 novembre 1933, ammetteva che gli statuti attribuissero un voto doppio agli azionisti rimasti “fedeli” per almeno due anni, purché fossero di nazionalità francese o di un altro Stato dell’Unione Europea. L’articolo presentava il seguente tenore letterale:

«*Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, peut être attribué, par les statuts ou une assemblée générale extraordinaire ultérieure, à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire.*

En outre, en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, le droit de vote double peut être conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

Le droit de vote prévu aux premier et deuxième alinéas ci-dessus peut être réservé aux actionnaires de nationalité française et à ceux ressortissant d'un Etat membre de la Communauté européenne ou d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen».

¹⁶ Art. L225-123, comma 3, *Code de Commerce*.

¹⁷ Sulla disciplina italiana della maggiorazione del voto si veda più approfonditamente *infra*, Cap. III, par. 2.1. e ss..

articoli L225-123 e L225-124¹⁸ in Francia, così come in Italia, le azioni che attribuiscono tale privilegio non costituiscono una categoria, il limite massimo della maggiorazione è fissato in due voti e quello minimo di appartenenza continuata delle azioni in due anni. È espressamente previsto che il beneficio venga meno in caso di cessione delle azioni e si conservi, invece, in caso di successione *mortis causa* o di fusione e scissione del titolare delle azioni, così come si conserva in caso di fusione o scissione della società stessa. Come poi nel nostro ordinamento, si prevede che la maggiorazione si estenda alle azioni emesse in occasione di un aumento gratuito di capitale, mentre nulla è specificato in merito all'aumento del capitale a pagamento (per cui il nostro art. 127 *quinquies*, comma 4, TUF, invece, ammette espressamente che lo statuto possa prevedere l'estensione del beneficio alle nuove azioni). Si noti, infine, che il legislatore francese ha altresì stabilito che la maggiorazione si conservi in caso di donazione delle azioni a favore di coniugi o di parenti successibili: tale ipotesi non è invece contemplata nel nostro ordinamento ma nonostante il silenzio del legislatore e i dubbi che la fattispecie può sollevare, è espressamente prevista in due statuti di società quotate che hanno adottato la clausola di maggiorazione del voto¹⁹.

La principale differenza tra i due ordinamenti rimane, tuttavia, nell'opposto meccanismo di operatività della clausola di maggiorazione: facoltativo (mediante *opt-in* statutario) in Italia, automatico (salvo *opt-out*) in Francia. Se prima della riforma le società francesi, al fine di adottare la clausola di maggiorazione del voto, dovevano raccogliere i consensi richiesti dalla legge e dallo statuto per operare una modifica a quest'ultimo, con la *Loi Florange*, strenuamente difesa dall'allora ministro dell'Economia Emmanuel Macron, quegli stessi *quorum* devono essere

¹⁸ Art. L225-124 *Code de Commerce*: «*Toute action convertie au porteur ou transférée en propriété perd le droit de vote double attribué en application de l'article L. 225-123. Néanmoins, le transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible ne fait pas perdre le droit acquis et n'interrompt pas le délai mentionné aux premier et dernier alinéas de l'article L. 225-123. Il en est de même, sauf stipulation contraire des statuts, en cas de transfert par suite d'une fusion ou d'une scission d'une société actionnaire. La fusion ou la scission de la société est sans effet sur le droit de vote double qui peut être exercé au sein de la ou des sociétés bénéficiaires, si celles-ci en bénéficient. Les droits de vote double dans des sociétés tierces dont bénéficie la société absorbée ou la société scindée sont maintenus, en cas de fusion ou de scission, au profit de la société absorbante ou de la société bénéficiaire de la scission ou, selon le cas, au profit de la société nouvelle résultant de l'opération de fusion ou de scission*».

¹⁹ Sul punto si veda *infra* Cap. III, par. 2.12.

raggiunti per disattivare l'operatività – altrimenti automatica – della maggioranza.

L'intenzione, infatti, era quella di promuovere al massimo grado la stabilità dell'investimento, incentivando gli azionisti a rimanere “fedeli” attraverso la concessione del “premio” del voto doppio (come ora previsto anche all'interno dei nostri confini) e stabilendo l'automaticità di tale meccanismo in modo che solo con un'ampia maggioranza le società quotate potessero disattivare la clausola di maggioranza.

La riforma non è andata esente da aspre critiche che, specularmente a quelle sorte in terra nostrana in merito al Decreto Competitività, hanno targato la maggioranza del voto come uno strumento «sgradito agli investitori istituzionali, specie esteri», concepito unicamente per sorreggere «traballanti maggioranze»²⁰ e per consentire allo Stato di liberare parte degli investimenti nelle società partecipate mantenendo il medesimo controllo.

Il caso che ha fornito più ossigeno a tale dibattito (infiammando soprattutto le correnti contrarie alle novità introdotte dalla *Loi Florange*) riguarda il Gruppo Renault.

Come sopra precisato, la maggioranza del voto è stata elevata a regime legale, derogabile solo tramite espressa disposizione dello statuto, da approvarsi con le maggioranze previste per la modifica di quest'ultimo, ossia con i due terzi del capitale sociale. Il 30 aprile 2015, l'assemblea generale del Gruppo Renault era stata convocata per approvare, tra le altre *résolutions*, la «*instauration statutaire du principe “une action, une voix” conformément à la faculté prévue par l'article L225-123 du Code de commerce et modification corrélative de l'article 9 des statuts de la Société*»: lo Stato francese, già titolare del 15% del capitale, dopo aver acquistato per l'occasione un ulteriore 5%, riuscì a bloccare l'approvazione della proposta, in modo tale da poter beneficiare dalla maggioranza del voto secondo il regime legale, e così mantenere il controllo del gruppo cedendo quote per un valore stimato in circa 16,5 miliardi²¹.

²⁰ *Francia e Italia se lo Stato controlla l'impresa*, in *Corriere della Sera*, 19 aprile 2015, 20.

²¹ Renault, *Accordo fatto sul doppio diritto di voto*, in *Il Sole 24 Ore*, 1° maggio 2015 e *Chez Renault, l'Etat impose sa loi*, in *Le Monde*, 2 maggio 2015. La proposta fu bocciata in quanto i voti favorevoli riuscirono a raggiungere il solo 60,53% del capitale sociale, come emerge nel *Procès*

Diverso, invece, l'esito della votazione dell'assemblea della società Bnp Paribas che, come la Renault, prima del 2014 non aveva optato per la maggiorazione del voto "facoltativa" e che, dopo l'entrata in vigore della *Loi Florange*, fu chiamata a deliberare la modifica dello statuto per disattivare l'altrimenti automatica operatività della maggiorazione: con il voto favorevole del 78,23 % del capitale sociale, l'*Assemblée Générale* confermò «*son attachement au principe de gouvernance "une action = une voix" en précisant à l'article 18 des statuts que*»²²

Par dérogation au dernier alinéa de l'article L. 225-123 du Code de commerce, chaque action donne droit à une voix et il n'est attribué aucun droit de vote double.

(Bnp Paribas, art. 18)

La Bnp Paribas non è stata l'unica società in cui l'azionariato si è espresso in senso contrario alla maggiorazione, raggiungendo quelle maggioranze necessarie per deliberare l'*opt-out* statutario concesso dal *Code*: nell'aprile del 2015 le assemblee di L'Oreal e Vinci hanno registrato addirittura voti favorevoli pari rispettivamente al 99,80% e al 99,34% del capitale sociale per il mantenimento del principio di proporzionalità tra azioni e voti.

In Vivendi, invece, la proposta di deroga al regime legale non ha raggiunto voti sufficienti in quanto, nell'assemblea del 17 aprile 2015, "solo" il 50,05% del capitale sociale si è espresso a favore del mantenimento del principio "un'azione, un voto"²³, con la conseguenza che ora tutti gli azionisti (e *in primis* Vincent Bolloré, già dichiaratosi favorevole alla maggiorazione) possono godere del meccanismo del *vote double* qualora rimangano "fedeli" alla società per un periodo minimo di due anni²⁴. Pur trattandosi di regime legale, in statuto è stata inserita la seguente precisazione:

verbal de l'assemblée generale mixte du 30 avril 2015, 43 pubblicato sul sito della società www.group.renault.com.

²² *Rapport du conseil d'administration sur les résolutions soumises à l'assemblée générale mixte (ordinaire et extraordinaire) du 13 mai 2015*, consultabile sul sito <https://invest.bnpparibas.com/assemblees-generales/archives/ag-du-13-mai-2015/documents>.

²³ *Résultats du scrutin de l'Assemblée générale mixte des actionnaires du 17 avril 2015*, consultabile sul sito www.vivendi.com.

²⁴ In realtà, al 6 marzo 2017, solo il Gruppo che fa capo a Bolloré gode di voti più che proporzionali: fatta eccezione per PEG Vivendi (che con 42.007.936 azioni può esercitare 63.047.152 voti, ossia il 4,42% dei totali), il Gruppo Bolloré ha raggiunto il 26,34% dei voti totali detenendo il 20,65% del capitale sociale. Tutti gli altri azionisti non hanno maturato i requisiti per poter bene-

En application des dispositions de l'article 7 de la Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 « Loi Florange » - codifié à l'article L. 225-123 du Code de commerce -, un droit de vote double s'applique de plein droit à compter du 3 avril 2016 aux actions détenues sous la forme nominative depuis le 2 avril 2014.

(Vivendi, art. 17, comma 3)

La decisione in merito all'eventuale *opt-out* consentito dalla riforma è stato nettamente meno problematico per tutte quelle società in cui la maggiorazione del voto era già stata adottata su base volontaria ai sensi della legge previgente e per le quali, dunque, hanno continuato a rimanere operative le previgenti clausole che ne regolavano il funzionamento. Si ricordi, ad esempio, lo Statuto di LVMH (Moët Hennessy Louis Vuitton SE), gruppo a capo di circa 70 *maisons* del lusso, che già prima del 2014 aveva sfruttato la possibilità di inserire la clausola di maggiorazione del voto a favore degli azionisti che fossero rimasti tali per almeno tre anni (consentendo così alla famiglia Arnault di detenere il 62,4% dei diritti di voto con solo il 46,5% del capitale²⁵):

Le droit de vote attaché aux actions est proportionnel au capital qu'elles représentent. À égalité de valeur nominale, chaque action de capital ou de jouissance donne droit à une voix. Toutefois, un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité du capital qu'elles représentent, est attribué : - à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis trois ans au moins, au nom du même actionnaire;- aux actions nominatives attribuées à un actionnaire, en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

Ce droit de vote double cessera de plein droit pour toute action convertie au porteur ou transférée en propriété. Néanmoins, ne fait pas perdre le droit acquis et n'interrompt pas le délai de trois ans ci-dessus mentionné, tout transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs, au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible. Il en est de même en cas de transfert par suite d'une fusion ou d'une scission d'une société actionnaire au profit de la société absorbante ou de la société

ficiare della maggiorazione. I dati sono reperibili sul *Rapport annuel - Document de référence 2016* consultabile sul sito della società www.vivendi.com/actionnaires-individuels/assemblee-generale.

²⁵ Lo riportano S. ALVARO-A. CIAVARELLA-D. D'ERAMO-N. LINCIANO, *La deviazione dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo*, cit., 34, spec. nota 97.

bénéficiaire de la scission, ou, selon le cas, au profit de la société nouvelle résultant de l'opération de fusion ou de scission. »

(LVMH, art. 23 comma 2)

Un'altra società che ha derogato al termine minimo per il potenziamento del voto è la Michelin, il cui statuto prevede un *vesting period* di quattro anni in luogo dei due previsti dalla legge (quale limite minimo inderogabile “*in brevis*”):

Sauf dans les cas prévus par la Loi, chaque membre de l'Assemblée a autant de voix qu'il possède et représente d'actions, sans limitation.

Toutefois, disposeront, eux ou leurs mandataires, de deux voix par action, sans limitation, les propriétaires de toutes les actions entièrement libérées, inscrites depuis quatre ans au moins au nom du même titulaire.

(Michelin, art. 22)

Per quanto, dunque, l'impatto della riforma operata con la *Loi Florange* non sia stato dirompente (se si considera che più della metà delle società quotate già prevedeva la maggioranza del voto e che quelle il cui azionariato era più restio ad inserirla hanno fatto ricorso alla possibilità dell'*opt-out*), la scelta legislativa francese è stata indubbiamente di maggior *favor* per la diffusione del voto maggiorato rispetto a quanto sancito pochi mesi dopo in territorio italiano. Più di una società ha “subito” l'effetto automatico della *Loi Florange* per via delle alte maggioranze richieste per “disattivare” il medesimo: si è fatto l'esempio di Renault e di Vivendi, società in cui quella “minoranza” (rispettivamente del 39,47% e del 49,95%) che è riuscita a bloccare la proposta di deroga del regime legale (e ottenere così il mantenimento del voto maggiorato) non sarebbe stata sufficiente per introdurlo volontariamente in un ordinamento – come quello italiano – basato su un sistema di *opt-in* piuttosto che di *opt-out*.

1.2. Paesi Bassi.

A differenza della normativa dettata in Francia, dalla quale il legislatore italiano ha tratto ampi spunti per regolare il voto maggiorato, la disciplina vigente in Olanda, molto diversa nella tecnica legislativa, è intrinsecamente legata alla genesi della riforma italiana in quanto fu teatro della vicenda che, in una logica di *re-*

gulatory competition tra Stati, spinse il legislatore italiano ad abrogare il divieto di voto plurimo vigente dal 1942. Fu proprio in Olanda, infatti, che nel 2014 il Gruppo Fiat decise di trasferire la sede sociale per avvalersi dello strumento della moltiplicazione del voto, mettendo così in chiara luce l'esigenza di rendere il nostro ordinamento più competitivo (si noti che, al fine di evitare che altre società seguissero l'esempio del colosso automobilistico, il legislatore italiano introdusse prima il voto maggiorato - con il decreto legge n. 91/2014, noto, tra l'altro, come "Decreto Competitività" - e poi il voto plurimo - con la conversione in Legge n. 116/2014 -, prima ancora che la fusione transfrontaliera di Fiat e Chrysler avesse piena efficacia²⁶).

Una delle maggiori differenze tra l'ordinamento italiano e quello olandese risiede nel fatto che in quest'ultimo è legittima l'emissione di azioni con valori nominali diversi. Più precisamente, l'art. 118 del Codice Civile Olandese (*Burgerlijk Wetboek*)²⁷, dopo aver precisato che nella *Naamloze Vennootschap* (NV) - tipo societario corrispondente alla società per azioni italiana - ogni azione non può attribuire meno di un voto (risultando così escluse le azioni senza voto), distingue l'ipotesi in cui tutte le azioni abbiano uguale valore nominale da quella in cui il capitale sia suddiviso in azioni aventi valori nominali differenti. Nel primo caso, il numero dei voti attribuito corrisponde al numero di azioni di cui è titolare ogni singolo socio; nel secondo, è necessario calcolare il rapporto tra il valore nomina-

²⁶ Sulla fusione si veda *amplius* P. MARCHETTI, *Le fusioni transfrontaliere del gruppo Fiat - Chrysler*, cit., 1124.

²⁷ L'art. 2:118 del *Burgerlijk Wetboek*, entrato in vigore il 1° gennaio 1992, è rubricato "Right to vote at the General Meeting; number of votes to be cast" e precisa: «1. Only shareholders have a right to vote. Each shareholder has at least one vote. The articles of incorporation may provide that a shareholder is not entitled to exercise his voting rights as long as he fails to comply with a requirement (obligation) imposed on him by law or the articles of incorporation. - 2. If the authorized share capital is divided into shares of an equal nominal amount, each shareholder may cast as many votes as he holds shares. - 3. If the authorized share capital is divided into shares of an unequal nominal amount, the number of votes that may be cast by each shareholder is equal to the total nominal amount of his shares divided by the nominal amount of the smallest share issued by the Corporation; parts of votes are neglected. - 4. Nevertheless, the number of votes to be cast by one and the same shareholder may be limited in the articles of incorporation, provided that shareholders who hold the same nominal amount of shares must be entitled to cast the same number of votes, and that such limitation is not more favourable for shareholders holding a large nominal amount of shares than for shareholders holding a smaller nominal amount of shares. - 5. It is possible to derogate in another way from the provisions of paragraph 2 and 3 in the articles of incorporation, provided that no more than six votes are granted to one single shareholder if the authorized share capital is divided into one hundred shares or more, and that no more than three votes are granted to one single shareholder if the authorized share capital is divided into less than one hundred shares [...]».

le complessivo del capitale posseduto e il minore dei valori nominali con cui sono state emesse le azioni. A fronte di tale regime legale è tuttavia ammessa la possibilità di attribuire fino a tre o sei voti per ogni azione a seconda del numero di azioni in cui è suddiviso il capitale sociale (tre voti se le azioni sono meno di cento, sei negli altri casi).

La NV è disciplinata da norme più rigide di quelle dettate per la *Besloten Vennootschap* (BV), tipo societario che (secondo una struttura paragonabile a quella della società a responsabilità limitata italiana) non potendosi quotare nei mercati regolamentati, gode di ampia autonomia statutaria, tanto che gli statuti di tali società possono prevedere azioni prive del diritto di voto, con voto limitato e plurimo, anche indipendentemente dal valore nominale delle stesse²⁸.

Alla luce di quanto sopra riportato, la possibilità di emettere azioni con diverso valore nominale non è dunque l'unica differenza che la disciplina olandese presenta rispetto a quella in vigore all'interno dei nostri confini: si pensi, *in primis*, alla possibilità di creare categorie di azioni a voto plurimo anche nelle società quotate (società che, invece, nel nostro ordinamento possono avvalersi unicamente del voto maggiorato "fidelizzante" – salva l'eccezionale ipotesi che la categoria preesista alla quotazione come disposto dall'art. 127 *sexies* TUF) e a quella di at-

²⁸ Articolo 2:228, rubricato "Right to vote at the General Meeting; number of votes to be cast", precisa: «1. Only shareholders have a right to vote. Each shareholder has at least one vote. The articles of incorporation may provide that a shareholder is not entitled to exercise his voting rights as long as he fails to comply with a requirement (obligation) imposed on him by law or the articles of incorporation. - 2. If the share capital is divided into shares of an equal nominal amount, each shareholder may cast as many votes as he holds shares. - 3. If the share capital is divided into shares of an unequal nominal amount, the number of votes that may be cast by each shareholder is equal to the total nominal amount of his shares divided by the nominal amount of the smallest share issued by the Corporation; parts of votes are neglected. - 4. It is possible to derogate in the articles of incorporation from paragraph 2 and 3. Such an arrangement in the articles of incorporation shall apply to all resolutions of the General Meeting. A resolution for the amendment of the articles of incorporation concerning a change in the voting right, may be passed only with a majority of votes in a General Meeting in which the entire issued share capital is represented. - 5. The articles of incorporation may specify, in derogation from paragraph 1 up to and including 4, that no voting right in the General Meeting is attached to shares. Such an arrangement can be made only with regard to all shares of a certain type (class) or indication of which all shareholders have given their consent to such arrangement or of which, prior to the issuance of these shares, the articles of incorporation already provided that no voting right in the General Meeting is attached to these shares. The shares shall be mentioned in the articles of incorporation as shares without voting right. It is not possible to specify on the basis of Article 2:216, paragraph 7, in respect of shares without voting right that those shares provide no right to participate in the distribution of profits or reserves of the Corporation».

tribuire fino a sei voti per ogni azione (mentre in Italia il limite è di due voti per il maggiorato e tre per il plurimo).

Già tali rilievi confermano il fatto che l'ordinamento olandese non possa aver costituito un modello normativo per la riforma italiana del 2014, ma le differenze emergono in modo ancor più incisivo esaminando il meccanismo di maggiorazione del voto fatto proprio nello statuto di Fiat Chrysler Automobiles N.V. dopo il trasferimento. Per quanto lo statuto preveda che il voto maggiorato sia attribuito quale "premio di fedeltà" come le *loyalty shares* francesi (e ora anche italiane)²⁹ e richieda che il socio iscriva tutte o parte delle azioni in un apposito *Loyalty Register*, rimanendone titolare per un periodo minimo e ininterrotto di tre anni (tratti in qualche modo simili al voto maggiorato italiano), le "modalità di potenziamento" del voto sono profondamente diverse, in quanto, decorsi i tre anni previsti dallo statuto, sono attribuite al socio altrettante azioni in modo tale che possa esercitare in assemblea un numero doppio di voti³⁰.

A differenza di quanto oggi previsto per le società quotate di diritto italiano - in cui il verificarsi delle condizioni per il "premio di fedeltà" genera una moltiplicazione dei voti esercitabili in assemblea dall'azionista senza che si modifichi il numero di azioni di cui il medesimo è titolare -, per FCA N.V. il decorso del *vesting period* per un dato numero di azioni porta, invece, all'assegnazione di un pari numero di *Special Voting Shares*, dotate, come le *Common Shares* (ancorché divenute *Qualifying*), di un solo voto³¹.

²⁹ L'art. 2 del Regolamento Fiat Chrysler Automobiles N.V. - *Special Voting Shares – Terms And Conditions* (d'ora in avanti, Regolamento FCA-SVR), pubblicato sul sito www.fcagroup.com nella sezione *Investors*, è rubricato "*Purpose of special voting shares*" e statuisce che «*the purpose of the Special Voting Shares is to reward long-term ownership of Common Shares and to promote stability of the Company's shareholder base The purpose of the Special Voting Shares is to reward long-term ownership of Common Shares and to promote stability of the Company's shareholder base*» (il citato Regolamento è pubblicato sul sito www.fcagroup.com nella sezione *Investors/Stock Info & Shareholder Corner*).

³⁰ L'art. 5.1. del Regolamento FCA-SVR precisa quanto segue: «*As per the date on which a number of Common Shares has been registered in the Loyalty Register in the name of one and the same Shareholder or a Loyalty Transferee of such Shareholder for an uninterrupted period of three years (the Qualification Date), such number of Common Shares will become Qualifying Common Shares and the holder thereof will be entitled to receive one Special Voting Share in respect of each of such Qualifying Common Shares and therefore any transfer of such number of Common Shares between such Shareholder and any Loyalty Transferee shall not be deemed to interrupt the three year period referred to in this clause 5.1.*».

³¹ *Common Shares* e *Special Voting Shares* hanno anche il medesimo valore nominale che, come emerge dall'art. 4 dello Statuto, è attualmente pari ad euro 0,01. Il capitale sociale di FCA

Special voting shares may only be held by a Qualifying Shareholder and the company itself. A Qualifying Shareholder may hold no more than one (1) special voting share for each Qualifying Common Share held by such shareholder. Other than as provided in the Articles 8.8 and 8.9, there shall be no limit on the number of special voting shares that may be held by the company.

Subject to a prior resolution of the board of directors, which may set certain terms and conditions, the holder of one (1) or more Qualifying Common Shares will be eligible to hold one (1) special voting share for each such Qualifying Common Share.

(FCA N.V., art. 5.1.-5.2.)

Si ricordi, tuttavia, che in occasione della fusione transfrontaliera del Gruppo, si operò una rilevante deroga al descritto meccanismo di attribuzione, in quanto fu eccezionalmente concessa la possibilità di usufruire della maggiorazione del voto da parte di tutti i soci di Fiat S.p.A. che fossero rimasti tali dalla *record date* fissata per l'assemblea straordinaria in cui fu approvato il progetto di fusione (23 luglio 2014) alla data di efficacia della fusione³².

In ogni caso, il *Qualifying Shareholder* (ossia colui che abbia maturato i requisiti previsti dalla *Initial Allocation Procedure* o dall'“ordinario” *Loyalty Voting Program*) può godere della maggiorazione del voto fintanto che le relative *Common Shares* rimangono iscritte nel Registro: un eventuale cambio di controllo rispetto all'azionista o trasferimento delle azioni ad un terzo comporta la cancella-

N.V., che ammonta ad Euro 40 milioni, è infatti suddiviso in 2 miliardi di azioni ordinarie e 2 miliardi di azioni a voto speciale. Si noti ancora che, al 31 gennaio 2017, quasi 400 milioni di queste ultime risultano assegnate ad Exor N.V., che, possedendo circa 450 milioni di azioni “ordinarie” - pari al 29,41% del capitale sociale - risulta in tal modo titolare del 42,60% del medesimo (i dati sono pubblicati nel *FCA 2016 Annual Report*, reperibile sul sito della società nella sezione *Investors*, 86).

³² «*In addition to the registration and allocation procedures set out in clauses 4 and 5, Special Voting Shares will be allocated on the occasion of the Fiat Merger to former shareholders of Fiat (including those persons who, through a bank, broker or custodian, were the beneficial owner of ordinary shares in any such entity) who have complied with the requirements of the Initial Allocation Procedures (Initial Qualifying Shareholders), including (i) the requirement to hold the relevant ordinary shares in the share capital of Fiat from the record date for the Fiat EGM up to the Merger Execution Date, (ii) the requirement to have been present or represented (by proxy) at the Fiat EGM (without regard to how such former shareholders of Fiat voted their shares at the Fiat EGM), (iii) the requirement to submit a duly completed Initial Election Form no later than 15 Business Days after the Fiat EGM, which contains a Power of Attorney and not to have withdrawn such election and (iv) the requirement to submit an Initial Broker Confirmation Statement on or prior to the Merger Execution Date*»: tale il tenore letterale dell'art. 6.1 del Regolamento FCA-SVR concernete l'“*Initial Allocation Procedure*”. Cfr. anche P. MARCHETTI, *Le fusioni transfrontaliere del gruppo Fiat – Chrysler*, cit., 1124.

zione dal Registro con effetto immediato, con la conseguenza che il medesimo sarà tenuto ad offrire e trasferire le *Special Voting Shares* alla società e i diritti di voto connessi alle medesime saranno sospesi³³.

1.3. Svezia, Danimarca, Finlandia.

Insieme ai Paesi Bassi, il Nord Europa è l'area geografica del nostro continente in cui il ricorso al voto plurimo è più diffuso; in particolare in Svezia si registra la più alta percentuale di società che fanno ricorso al voto multiplo (circa il 60% delle *aktiebolag*³⁴ ha infatti optato per una *dual class structure*).

La possibilità di derogare al principio di proporzionalità tra azioni e voti è espressamente prevista nell'*Aktiebolagslag* (ossia nel “codice di commercio” svedese)³⁵ che, tuttavia, contempera tale libertà statutaria stabilendo che nessuna azione possa attribuire voti dieci volte superiori ad ogni altra, con la conseguenza che solo in assenza di azioni con limitazione del voto si può arrivare ad assegnarne fino a dieci alle cosiddette “*A-shares*”³⁶. A differenza del nostro ordinamento (ove è previsto un limite massimo sia al numero di azioni con voto limitato - 50% del capitale sociale - sia al numero di voti attribuibili per ogni azione - tre o due a seconda che si tratti di voto plurimo o maggiorazione del voto per le società quotate), in Svezia è garantita una più ampia autonomia statutaria, dovendosi rispettare esclusivamente il limite alla “divaricazione” del diritto di voto tra le diverse categorie di azioni.

Le società svedesi non hanno mancato di sfruttare tale libertà, presentando un panorama alquanto variegato di *dual class structures*: nel *Report on the Proportionality Principle in the European Union* del 2007, oltre a segnalarsi che delle 20 maggiori società oggetto di esame ben 16 avevano optato per il voto plurimo,

³³ Art. 5.3. dello Statuto di FCA N.V..

³⁴ La *Publik Aktiebolag* è il tipo societario svedese che corrisponde alla società per azioni italiana.

³⁵ La Sezione 1 del Capitolo 4 dell'*Aktiebolagslag* è rubricata “*Equality principle*” e afferma (secondo la traduzione inglese non ufficiale) che «*all shares shall carry equal rights in the company, unless otherwise provided in sections 2–5*». Sul punto cfr. per tutti R. SKOG -C. FÄGER, *The Swedish Companies Act - An Introduction*, Stoccolma, 2007.

³⁶ Capitolo 4, sezione 5, *Aktiebolagslag*: «*No share may carry voting rights which hare more than ten times greater than the voting rights of any other share*».

si riportava che la maggior parte di queste prevedeva, a fronte di una categoria di azioni a voto pieno, *A-shares* con dieci voti; altre società, invece, realizzavano la “divaricazione” attraverso l’emissione una categoria di *A-shares* a voto (“solo”) pieno e di *B-shares* con un coefficiente di voto pari a 0,1. Inoltre, non essendovi limiti alla percentuale di capitale rappresentato da azioni privilegiate, anche se nella maggior parte delle società le *B-shares* rappresentano più della metà del capitale sociale, è possibile riscontrare alcuni casi in cui le privilegiate raggiungono oltre il 90% del capitale, altri, invece, in cui non arrivano nemmeno al 5%³⁷.

Un ulteriore correttivo alla maggiorazione del voto imposto dal legislatore svedese riguarda i *quorum* per l’adozione di determinate delibere assembleari. Si prevede, infatti, che essi debbano essere calcolati sul numero di azioni rappresentate, oltre che sul totale dei voti, in modo tale da temperare il potere di cui possono disporre i titolari di azioni privilegiate nel voto³⁸.

La disciplina dettata in Finlandia e Danimarca risulta ancor più aperta all’autonomia statutaria, in quanto non è previsto alcun limite massimo alla maggiorazione del voto ed è altresì consentito emettere azioni del tutto prive di tale diritto³⁹. Il numero delle società che adottano il voto plurimo in tali Paesi non è così alto come in Svezia ma resta in ogni caso significativo, anche in considerazione del fatto che, rispetto ad altri *Control Enhancing Mechanisms*, è il maggiormente diffuso: già nel 2007 il *Report on Report on the Proportionality Principle* segna-

³⁷ Non è disponibile un più recente prospetto delle strutture societarie svedesi così completo e dettagliato delle come quello presentato nel 2007 nel *Report on the Proportionality Principle in the European Union*. Tuttavia, le maggiori società ivi elencate presentano ancora oggi la medesima struttura descritta nel *Report*, come ad esempio le società Ericsson e Electrolux (con circa l’8% e il 7% del capitale rappresentato da *A-shares* dotate di 1 voto e il rimanente da *B-shares* con 0,1 voti); H&M (il cui capitale è – ancora oggi – diviso in azioni portanti 10 voti per circa il 12% e in azioni “ordinarie” che attribuiscono un solo voto per il restante 88%) o, ancora, la Svenska Handelsbanken, le cui azioni privilegiate rappresentano il circa il 98% del capitale sociale.

³⁸ Capitolo 4, sezione 5, *Aktiebolagslag*: «*Unless otherwise prescribed in sections 43–45, a resolution regarding alteration of the articles of association shall be valid where supported by shareholders holding not less than two-thirds of both the votes cast and the shares represented at the general meeting*».

³⁹ L’*Osakeyhtiölaki*, ossia il “*Companies Act*” finlandese enuncia il principio di uguaglianza dei diritti incorporati nelle azioni alla sezione 1 del capitolo 3, salvo poi ammettere la possibilità di derogare a tale principio attraverso la creazione di categorie di azioni (sezione 3 del medesimo capitolo). In Danimarca, invece, la disciplina è contenuta nella *Lov om aktie- og anpartsselskaber (Selskabsloven)* n. 610 del 28 aprile 2015 che, all’art. 46, chiarisce che tutte le azioni hanno il diritto di voto ma che lo statuto può anche prevedere l’emissione di categorie di azioni caratterizzate da differenti diritti di voto, ammettendo altresì che alcune di queste possano essere anche interamente prive di tale diritto.

lava che sia in Finlandia che in Danimarca almeno un quarto delle società (tra le quali alcune delle più note, come la Carlsberg e la Cargotec Oyj) contempla categorie di azioni differenziate nel voto⁴⁰.

1.4. Regno Unito.

Il ricorso al voto plurimo nel Regno Unito ha radici antiche, tanto che già all'inizio del secolo scorso il *Companies (Consolidation) Act* del 21 dicembre del 1908, sistematizzando la precedente tradizione legislativa e giurisprudenziale⁴¹, consentì espressamente alle società di derogare al principio di proporzionalità tra voti e azioni, creando categorie azionarie con diritti differenti. Mentre, dunque, in Francia ed in Italia si iniziava a discutere sull'ammissibilità del voto plurimo (per poi giungere, dopo circa una trentina d'anni, al divieto dello stesso), nei territori d'oltremarica tale strumento era già parte della consolidata tradizione giuridica inglese.

Il *Companies Act* non poneva limiti all'emissione di azioni a voto plurimo o, più in generale, alla creazione di ogni tipologia di azioni privilegiate, tanto che il «colossale sviluppo della società per azioni» in Inghilterra⁴² è stato ricollegato proprio all'ampio grado di autonomia statutaria concessa dalla normativa inglese⁴³. Uno dei più risalenti e noti esempi di società che fecero ricorso al voto plu-

⁴⁰ SHEARMAN & STERLING LLP - INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES - EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, *Proportionality between Ownership and Control in Eu Listed Companies*, cit., 39 e 41. Analoghe percentuali sono riportate nel più recente studio commissionato dalla CONSOB (S. ALVARO-A. CIAVARELLA-D. D'ERAMO-N. LINCiano, *La deviazione dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo*, cit.), studio in cui si riporta che la diffusione di strutture di capitale con classi differenziate di azioni è pari al 28% del totale in Finlandia e al 25% in Danimarca.

⁴¹ Sul punto, approfonditamente, S. WILLISTON, *History of the Law of Business Corporation before 1800*, in *Harvard Law Review*, 1888, 155 e ss. Cfr. anche A. MIGNOLI, *Idee e problemi nell'evoluzione della «company» inglese*, cit., 13 ss.. Per la giurisprudenza, si vedano, tra gli altri, *Bushell v. Faith*, [1970] AC 1099; [1970] 1 All ER 53 (House of Lords).

⁴² A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, cit., 775.

⁴³ Art. 45, comma 1, *Companies Act*: «A company limited by shares may, by special resolution confirmed by an order of the court, modify the conditions contained in its memorandum so as to reorganise its share capital, whether by the consolidation of shares of different classes or by the division of its shares into shares of different classes. Provided that no preference or special privilege attached to or belonging to any class of shares shall be interfered with except by a resolution passed by a majority in number of shareholders of that class holding three-fourths of the share capital of that class and confirmed at a meeting of shareholders of that class in the same manner».

rimo fu la *Cunard Steamship Company Ltd.*, società di navigazione in cui lo Stato, possedendo azioni per sole venti sterline (ossia la *Government share*), poteva esercitare un numero di voti tale da vedersi garantito il controllo e così difenderla da scalate straniere⁴⁴.

Con il passare dei decenni, tuttavia, le società inglesi hanno fatto sempre meno ricorso al potenziamento del voto, nonostante la legislazione continui ad ammettere la più ampia autonomia statutaria in materia: dallo studio commissionato dalla *Association of British Insurers* del 2004 emerge che solo il 12% delle società inglesi prevede deroghe al principio di proporzionalità e, per ciò che concerne più specificamente il voto plurimo, delle ottanta società analizzate (tutte facenti parte del *FTSE Eurofirst 300 index*) solo due avevano emesso azioni a voto plurimo⁴⁵; simili dati, infine, emergono anche dal *Report on proportionality principle* del 2007⁴⁶.

Il divario tra la possibilità di ricorrere ai *Control Enhancing Mechanisms* e il mancato utilizzo degli stessi da parte delle *companies* inglesi, sembra dunque evidenziare quanto sia rilevante il ruolo del mercato che, almeno oltremarina, ha profondamente scoraggiato il ricorso alle deviazioni dal principio di proporzionalità in generale e al voto plurimo in particolare.

as a special resolution' of the company is required to be confirmed, and every resolution so passed shall bind all shareholders of the class». Lo Scialoja riporta che nel 1923 le società per azioni inglesi erano novantamila, con quattro miliardi e mezzo di sterline di capitale: cfr. A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, cit., 775.

⁴⁴ L'esempio è riportato da A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, cit., 775, che cita anche A. GUASTI, *Le azioni preferenziali in Italia e all'estero*, Milano, 1925.

⁴⁵ DEMINOR RATING, *Application of the one share – one vote principle in Europe*, 2005, 17-18.

⁴⁶ Dal *Report* è altresì emerso come le *companies* che optano per una deviazione dal principio di proporzionalità preferiscano ricorrere alle azioni senza voto (ma privilegiate negli utili) rispetto a quelle dotate di voto plurimo, tanto che solo una delle venti maggiori società esaminate nel *Report* ricorre a tale strumento. Cfr. SHEARMAN & STERLING LLP - INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES - EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, *Proportionality between Ownership and Control in Eu Listed Companies*, cit., 77-78 e A. ANGELILLIS-M.L. VITALI, *Commento sub. art. 2351 c.c.*, cit., 376-377.

1.5. *Altri Stati membri in cui è possibile emettere azioni a voto multiplo. Irlanda, Ungheria, Polonia.*

Il diritto societario irlandese garantisce un grado di autonomia statutaria elevatissimo, in quanto permette l'emissione di azioni caratterizzate dai più diversi diritti patrimoniali o amministrativi, ivi comprese, dunque, le azioni a voto plurimo⁴⁷. Gli unici limiti dettati dal legislatore sono posti a tutela degli azionisti già possessori di azioni dotate di diritti speciali, i cui diritti non possono essere pregiudicati dall'emissione di nuove azioni e a favore dei quali sono imposte maggioranze rafforzate per la modifica dei diritti loro spettanti⁴⁸. Come in Gran Bretagna, tuttavia, alla libertà statutaria non corrisponde un ampio uso allo strumento del voto plurimo, al quale è preferita l'emissione di azioni prive del diritto ma con diritti agli utili più che proporzionali⁴⁹.

In Ungheria e in Polonia, invece, la disciplina dettata in tema di diritti di voto contiene maggiori limitazioni: il codice civile ungherese ammette espressamente la possibilità di creare categorie di azioni con diritti privilegiati di voto, fermo restando, tuttavia, che almeno il 50% del capitale sociale sia rappresentato da azioni ordinarie; inoltre, per le società quotate, fissa a dieci il numero massimo di voti attribuibili per ogni azione e richiede che quelle prive del diritto di voto conferiscano privilegi patrimoniali⁵⁰. Simili previsioni sono anche dettate in Polonia, ma si prevede che le azioni a voto plurimo siano necessariamente nominative e che il numero massimo di voti da esse attribuito non sia superiore a due.

Quanto alla diffusione, dal *Report on the Proportionality Principle in the European Union* emerge come le società ungheresi che ricorrono ai *CEMs* prefe-

⁴⁷ Art. 66, comma 2, del *Companies Act* in vigore dal 2014: «*A company may allot shares (a) of different nominal values; (b) of different currencies; (c) with different amounts payable on them; or (d) with a combination of 2 or more of the foregoing characteristics [...]*». Cfr. M. FORDE-H. KENNEDY, *Company Law*, Dublin, 2007.

⁴⁸ Per la modifica dei diritti di categoria è richiesta l'unanimità o una maggioranza pari al 75% dei titolari delle azioni speciali oggetto di modifica (a seconda che i diritti speciali siano stati attribuiti al momento della costituzione o successivamente); inoltre, i soci titolari del 10% delle azioni speciali che non abbiano concorso alla delibera di modifica possono agire entro un dato termine per ottenere la cancellazione della modifica (cfr. artt. 66 e 88 del citato *Companies Act*).

⁴⁹ Così è riportato in SHEARMAN & STERLING LLP - INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES - EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, *Proportionality between Ownership and Control in Eu Listed Companies*, cit., 56.

⁵⁰ Artt. 3:228-233 del Codice Civile ungherese (*Polgári Törvénykönyvről*), in vigore dal 15 marzo 2014.

riscano le strutture piramidali alle azioni a voto plurimo, mentre in Polonia quest'ultimo strumento è maggiormente diffuso, tanto che circa un quarto delle società esaminate nello studio risulta aver emesso categorie di azioni con diritti di voto differenziati⁵¹.

1.6. Paesi europei che non ammettono la maggiorazione del voto. Germania, Austria, Belgio, Lussemburgo, Spagna.

Tra i Paesi europei in cui vige il divieto di emettere azioni a voto plurimo è opportuno ricordare, in primo luogo, la Germania.

Non si deve tuttavia dimenticare che all'inizio del secolo scorso essa fu, insieme alla Francia, uno degli Stati in cui il potenziamento del voto ebbe maggior fortuna⁵²: per quanto il principio di proporzionalità fosse sancito già dal 1861 all'art. 224 II ADHGB⁵³, non vi era dubbio alcuno circa l'ammissibilità delle azioni a voto plurimo, in quanto l'art. 252 del Codice di Commercio, come modificato nel 1897, ammetteva espressamente la possibilità di accordare in statuto un numero di voti maggiore alle azioni di una categoria in confronto a quelle di un'altra⁵⁴.

Come per gli altri Paesi europei che assistettero in quegli anni ad un'ampia diffusione del voto plurimo all'intero dei propri confini, anche in Germania tale fenomeno fu dettato dalla necessità di difendere le società dai tentativi di scalate straniere in un momento di forte svalutazione monetaria⁵⁵ (uno degli esempi più noti è quello rappresentato dalla Società Krupp, che nel 1921 aveva emesso 250.000 azioni, di cui 25.000 con dieci voti, tutte nelle mani dell'omonima fami-

⁵¹ SHEARMAN & STERLING LLP - INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES - EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, *Proportionality between Ownership and Control in Eu Listed Companies*, cit., 53 e 66.

⁵² J. FRANKS-C. MAYER-H. F. WAGNER, *The Origins of the German Corporation - Finance, Ownership and Control*, in *Rev. fin.*, 2006.

⁵³ G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 5.

⁵⁴ A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, cit., 774. Ampiamente, sul punto, G. FRÉ, *Le azioni a voto plurimo. Le azioni a voto plurimo nel diritto tedesco*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, 152 ss..

⁵⁵ C. VIVANTE, *I progetti di riforma*, cit., 432. In merito alle critiche sull'introduzione del voto plurimo in Germania, si vedano gli articoli di giornali inglesi e tedeschi riportati in *Il voto plurimo e i suoi disastrosi effetti nella economia germanica*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, 515 ss..

glia⁵⁶); come per gli altri Paesi, tuttavia, dopo una ventina d'anni, a seguito della crisi bancaria, si assistette ad una repentina inversione di rotta.

Il divieto di emettere azioni a voto plurimo fu sancito per la prima volta nel 1937 e poi rinnovato nel 1965; rimaneva la possibilità di ricorrervi qualora, con autorizzazione dall'autorità governativa, fossero riconosciuti superiori interessi dell'economia, ma attraverso l'abolizione di tale norma eccezionale con il *KonTraG* del 27 aprile 1998, il divieto diventò assoluto⁵⁷.

Nonostante l'impossibilità di ricorrere alla maggiorazione del voto, non si può tuttavia affermare che il principio di proporzionalità trovi rigida applicazione, in quanto sono ammesse sia le azioni privilegiate senza diritto di voto (purché non superino il 50% del capitale sociale⁵⁸) sia le strutture piramidali: tra le società che ricorrono a tali strumenti possono ricordarsi le note BMW⁵⁹ e Volkswagen, controllata dalla Porsche Automobil Holding SE⁶⁰.

Parallela la situazione in Austria e in Lussemburgo, Paesi in cui, ai sensi rispettivamente dell'art. 12 *Aktiengesellschaft* (AktG) e dell'art. 44 *Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales*, sono ammesse le azioni senza diritto di voto, purché privilegiate nella divisione degli utili: in Lussemburgo – come in Germania – tali azioni non possono superare la metà del capitale sociale, mentre in Austria il tetto massimo è fissato ad un terzo del capitale.

⁵⁶ A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, cit., 762.

⁵⁷ La norma abrogata era l'*Abs. 2, Satz. 2* del capitolo 12 dell'*AktG*.

⁵⁸ Cfr. artt. 12 e 139 *AktG*. Si noti che una simile previsione è dettata, oltre che all'interno dei nostri confini, anche in Spagna, Ungheria e Lussemburgo.

⁵⁹ Il capitale sociale di BMW AG al 31 dicembre 2016 ammontava a euro 657.109.600 e, conformemente a quanto previsto all'art. 4 dello Statuto, era suddiviso in numero 601.995.196 azioni "ordinarie", pari al 91,61 % del capitale sociale e in 55.114.404 azioni prive del diritto di voto (ma con privilegi negli utili, pari al rimanente 8,39 % del capitale sociale; le azioni di entrambe le categorie presentano un valore nominale pari ad 1 euro. I dati sono reperibili nell'*Annual Report* del 2016 della società, disponibile sul sito www.bmwgroup.com.

⁶⁰ Attualmente il capitale sociale di Porsche Automobil Holding SE è rappresentato da 153.125.000 azioni ordinarie (di cui sono esclusivi titolari i membri delle famiglie Porsche e Piëch) e da un pari numero di azioni privilegiate senza diritto di voto; la Porsche SE detiene il 52,2% del capitale di Volkswagen AG. Nel *Report on the Proportionality Principle in the European Union* è riportato l'esempio di Volkswagen e della struttura piramidale di cui faceva parte già nel 2007 (SHEARMAN & STERLING LLP - INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES - EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, *Proportionality between Ownership and Control in Eu Listed Companies*, 47, spec. 74).

La materia è disciplinata secondo uno schema simile anche in Belgio⁶¹, con la differenza che, essendo ammissibili azioni con valori nominali diversi, più che essere rispettato il principio “un’azione, un voto”, lo è la correlazione tra rischio e potere: l’art. 541 del *Codes des sociétés* richiede che le azioni attribuiscono un voto ciascuna solo nel caso in cui abbiano tutte il medesimo valore nominale mentre, qualora siano emesse con valori differenti, il numero di voti per ogni singola azione debba essere proporzionale alla porzione di capitale rappresentato⁶².

Anche in Belgio non mancano eccezioni al principio di proporzionalità: come in Austria, infatti, si possono emettere azioni con privilegi patrimoniali, prive dei diritti di voto, fino al limite massimo di un terzo del capitale sociale⁶³.

Per ciò che concerne, infine, l’ordinamento spagnolo, ancora una volta in materia di diritti di voto è sancito il principio di proporzionalità ma, se da un lato è vietata la creazione di categorie di azioni che alterino l’equilibrio tra voti e azioni, dall’altro sono ammesse, pur nei limiti della metà del capitale sociale, le azioni privilegiate nella ripartizione degli utili ma prive del diritto di voto⁶⁴.

⁶¹ A ben vedere in passato in Belgio erano ammesse le azioni con voto potenziato: il Belgio è stato addirittura individuato come “culla” del voto plurimo: cfr. T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo nelle società per azioni*, cit., 131, il quale aggiunge altresì che il primo ad occuparsi dell’argomento sarebbe stato un giurista belga J. CORBIAU, *Du droit de vote de diverses catégories d’actions*, in *Revue pratique des sociétés civiles et commerciales*, 1896, 168. Cfr. anche R. RAVÀ, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, cit., 10. Sebbene primo Stato in cui si sia sviluppato lo strumento del voto plurimo, se ne fece all’inizio del secolo scorso un «uso ragionevole [...] perché in genere il privilegio non oltrepassa i due voti per azione»: lo riporta A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, cit., 776.

⁶² Art. 541 del codice societario belga: «*Lorsque les actions sont de valeur égale, chacune donne droit à une voix. Lorsqu’elles sont de valeur inégale ou que leur valeur n’est pas mentionnée, chacune d’elles confère de plein droit un nombre de voix proportionnel à la partie du capital qu’elle représente, en comptant pour une voix l’action représentant la quotité la plus faible; il n’est pas tenu compte des fractions de voix, excepté dans les cas prévus à l’article 560 [...]*».

⁶³ Art. 480 del codice societario belga: «*En cas d’émission d’actions sans droit de vote, celles-ci : 1° ne peuvent représenter plus d’un tiers du capital social; 2° doivent conférer, en cas de bénéfice distribuable au sens de l’article 617, le droit à un dividende privilégié et, sauf disposition contraire des statuts, récupérable, dont le montant est fixé au moment de l’émission, ainsi qu’un droit dans la répartition de l’excédent des bénéfices qui ne peut être inférieur à celui attribué aux actions avec droit de vote; - 3° doivent conférer un droit privilégié au remboursement de l’apport en capital augmenté, le cas échéant, de la prime d’émission et un droit dans la distribution du boni de liquidation qui ne peut être inférieur à celui attribué aux titulaires d’actions avec droit de vote*».

⁶⁴ Il *Real Decreto Legislativo* n. 1/2010 del 2 luglio 2010 dispone all’art. 98 che «*Las sociedades de responsabilidad limitada podrán crear participaciones sociales sin derecho de voto por un importe nominal no superior a la mitad del capital y las sociedades anónimas podrán emitir acciones sin derecho de voto por un importe nominal no superior a la mitad del capital social desembolsado [...]*».

2. Stati Uniti d'America.

Nei primi anni del 1900 gli Stati Uniti furono teatro di un'ampia diffusione degli strumenti di differenziazione dei diritti di voto, secondo modelli (quali le *dual class shares*) e per il perseguimento di fini del tutto simili a quelli che avevano interessato alcuni Paesi europei come Francia, Italia, Germania e Gran Bretagna. Proprio come in questi Stati, a partire dagli anni '30 (più precisamente, dopo la crisi del 1929) le feroci critiche che si sollevarono nei confronti delle deviazioni dal principio di proporzionalità spinsero quasi tutte le società ad adottare il principio "*one-share, one-vote*"⁶⁵.

Se, tuttavia, tra gli anni '40 e gli anni '70 il numero di società caratterizzate da una *dual class structure* si ridusse notevolmente, intorno agli anni '80 si verificò una nuova inversione di rotta, in quanto sempre più società iniziarono a guardare con interesse ai diversi *CEMs* al fine di proteggersi da *takeovers* ostili⁶⁶.

Iniziarono così a crearsi dinamiche competitive tra le diverse borse: a fronte di regolamentazioni più rigide - come quella adottata dal *New York Stock Exchange* (NYSE), che non ammetteva alla quotazione società con categorie di azioni diversificate nei diritti di voto, o dell'*American Stock Exchange* (AMEX) che, pur

⁶⁵ Le azioni a prive del diritto di voto furono addirittura definite «*the crowning infamy*» (W.Z. RIPLEY, *Main Street and Wall Street*, Boston, 1927, 77). Approfonditamente, sul dibattito che interessò gli Stati Uniti dopo la crisi del '29 in merito alle deviazioni dalla proporzionalità tra potere e rischio, S.M. BAINBRIDGE, *The short life and resurrection of SEC Rule 19C-4*, in *Washington Law Review*, 1991, 565 ss., il quale riporta anche una poesia, pubblicata dal *New York World* (giornale progressista al quale collaborò anche Joseph Pulitzer), ed intitolata "*On Waiting in Vain for the New Masses to Denounce Nonvoting Stocks*":

*"Then you who drive the fractious nail,
And you who lay the heavy rail,
And all who bear the dinner pail
And daily punch the clock –
Shall it be said your hearts are stone?
They are your brethren and they groan!
Oh, drop a tear for those who own
Nonvoting corporate stock".*

La poesia è stata tradotta recentemente da M. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto: principio da abbandonare?*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 514 come segue: "Oh Tu che pianti chiodi,/ Oh Tu che posi le rotaie,/ E tutti Voi col pranzo nella gamella,/ E che timbrate il cartellino,/ Avete forse il cuore di pietra? /Sono Vostri fratelli e si lamentano! / Versate dunque una lacrima per chi possiede / Azioni senza diritto di voto!".

⁶⁶ M. VENTORUZZO, *I «listing standards» nell'esperienza statunitense*, in *AGE*, 2002, 1, 325. Più in generale, sull'evoluzione delle strutture societarie negli Stati Uniti si veda H. HANSMANN-M. PARGENDLER, *The evolution of shareholder voting rights: separation of shareholder and consumption*, in *The Yale Law Journal*, 123, 2014, 948 ss..

consentendo differenziazioni tra le diverse classi di azioni, non consentiva alle società di negoziare le azioni prive del diritto di voto –, il NASDAQ (sistema di scambio creato nel 1971 dalla *National Association of Securities Dealers*) garantiva invece ampia libertà, non ponendo alcun limite in materia di diritti di voto alle società che volessero impiegarlo per scambiare i loro titoli⁶⁷. In seguito alle richieste avanzate dal NYSE che, proprio temendo la concorrenza degli altri mercati⁶⁸, voleva apportare modifiche ai propri *listing standards* per una applicazione meno rigida del principio di proporzionalità, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) emanò nel 1988, quale standard uniforme applicabile a tutte le borse, la *Rule 19c-4* con cui, pur non adottando rigidamente la regola “*one share-one vote*”, impose divieti e limiti per le modifiche dei diritti di voto delle azioni già in circolazione, consentendo tuttavia alle società in fase di IPO di emettere azioni con diritti di voto diversi⁶⁹.

La *Rule 19c-4* fu abrogata solo due anni dopo, in quanto dichiarata illegittima dal *Third District* di Washington per eccesso di potere da parte della SEC⁷⁰ ma, nonostante il breve periodo di vigenza, le disposizioni ivi contenute costituiscono il modello normativo per i regolamenti successivamente adottati dalle borse americane e ancora oggi vigenti. In estrema sintesi, le società già quotate non possono procedere a *dual class recapitalizations*, ma possono emettere azioni con diritti di voto diversi purché inferiori a quelle già in circolazione o, a certe condizioni, anche in caso di fusione; le azioni a voto plurimo emesse prima della quotazione o durante l’IPO, inoltre, possono essere mantenute anche una volta che la

⁶⁷ Sul tema si vedano anche D. RATNER, *The government of business corporations: critical reflections on the rule of "one share, one vote"*, in *Cornell L. Review*, 1970, 1; L. LOWENSTEIN, *Shareholder Voting Rights: A Response to SEC Rule 19c-4 and to Professor Gilson*, *Columbia Law Review*, 1989, 89, 5, 797; S.M. BAINBRIDGE, *The short life and resurrection of SEC Rule 19C-4*, cit., 565 ss.; M. VENTORUZZO, *I «listing standards» nell’esperienza statunitense*, cit., 1, 325 e G.M. HAYDEN-M.T. BODIE, *One Share, One Vote and the False Promise of Shareholder Homogeneity*, in *Cardozo Law Review*, 2008, 471 ss..

⁶⁸ Si temeva, in particolare, che *General Motors* decidesse di lasciare il NYSE per migrare sul Nasdaq: cfr. sul punto S.M. BAINBRIDGE, *The short life and resurrection of SEC Rule 19C-4*, cit., 576.

⁶⁹ S. ALVARO-A. CIAVARELLA-D. D’ERAMO-N. LINCiano, *La deviazione dal principio un’azione-un voto e le azioni a voto multiplo*, cit., 42.

⁷⁰ *Bus. Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990), in merito alla quale, approfonditamente, S.M. BAINBRIDGE, *op. loc. ultt. citt.*

società si sia quotata, secondo uno schema molto simile a quello recentemente introdotto in Italia all'art. 127-*sexies* TUF⁷¹.

È tuttavia necessario precisare che la normativa oggi vigente negli Stati Uniti risulta dalla combinazione della disciplina dettata a livello federale (contenuta nel *Model Business Corporation Act*, che prevede che ogni azione dia diritto ad un voto, salva l'espressa possibilità di derogare a tale principio in via statutaria)⁷² e di quella dello Stato in cui la società è costituita⁷³, oltre che dalle già citate disposi-

⁷¹ Il NYSE prevede ancora oggi un "doppio binario" in base al quale, se da un lato è vietata la creazione di nuove "super voting stocks", dall'altro sono ammesse alla negoziazione le azioni di società che già contemplano una *dual class structure*. Art. 313.00 del *Nyse Listed Company Manual*: «On May 5, 1994, the Exchange's Board of Directors voted to modify the Exchange's Voting Rights Policy, which had been based on former SEC Rule 19c-4. The Policy is more flexible than Rule 19c-4. Accordingly, the Exchange will continue to permit corporate actions or issuances by listed companies that would have been permitted under Rule 19c-4, as well as other actions or issuances that are not inconsistent with the new Policy. In evaluating such other actions or issuances, the Exchange will consider, among other things, the economics of such actions or issuances and the voting rights being granted. The Exchange's interpretations under the Policy will be flexible, recognizing that both the capital markets and the circumstances and needs of listed companies change over time. The text of the Exchange's Voting Rights Policy is as follows: voting rights of existing shareholders of publicly traded common stock registered under Section 12 of the Exchange Act cannot be disparately reduced or restricted through any corporate action or issuance. Examples of such corporate action or issuance include, but are not limited to, the adoption of time phased voting plans, the adoption of capped voting rights plans, the issuance of super voting stock, or the issuance of stock with voting rights less than the per share voting rights of the existing common stock through an exchange offer.». Parallelamente, l'art. 5640 delle *NASDAQ Stock Market Rules*, pur ammettendo la negoziazione azioni con voto plurimo, limitato o escluso, pone il divieto di creare nuove categorie di azioni con voto potenziato rispetto alle azioni già esistenti e, più in generale, di ridurre o limitare i diritti di voto delle categorie di azioni già in circolazione.

⁷² Art. 6(c) MBCA: «The articles of incorporation may authorize one or more classes or series of shares that: (1) have special, conditional, or limited voting rights, or no right to vote, except to the extent otherwise provided by this Act» e art. 7.21 MBCA: «Except as provided in subsections (b) and (d) or unless the articles of incorporation provide otherwise, each outstanding share, regardless of class, is entitled to one vote on each matter voted on at a shareholders' meeting. Only shares are entitled to vote». Sulla storia di tale provvedimento, si veda R. GARRETT, *History, Purpose and Summary of The Model Business Corporations Act*, in *Bus. lawyer*, 1950, 6, 1.

⁷³ Si è soliti far riferimento alla legge vigente nel Delaware che, all'art. 151 della *Delaware General Corporation Law*, prevede quanto segue: «Every corporation may issue 1 or more classes of stock or 1 or more series of stock within any class thereof, any or all of which classes may be of stock with par value or stock without par value and which classes or series may have such voting powers, full or limited, or no voting powers, and such designations, preferences and relative, participating, optional or other special rights, and qualifications, limitations or restrictions thereof, as shall be stated and expressed in the certificate of incorporation or of any amendment thereto, or in the resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors pursuant to authority expressly vested in it by the provisions of its certificate of incorporation. Any of the voting powers, designations, preferences, rights and qualifications, limitations or restrictions of any such class or series of stock may be made dependent upon facts ascertainable outside the certificate of incorporation or of any amendment thereto, or outside the resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors pursuant to authority expressly vested in it by its certificate of incorporation, provided that the manner in which such facts shall operate upon the voting powers, designations, preferences, rights and quali-

zioni dettate dai mercati regolamentati nei quali gli strumenti dell'emittente sono oggetto di negoziazione.

Sebbene il principio di proporzionalità tra potere e rischio costituisca non solo il regime legale ma anche quello a cui la maggior parte delle società fa ricorso⁷⁴, l'ordinamento statunitense non è tuttavia estraneo al voto plurimo che, anzi, è adottato dai maggiori colossi del settore dei media (Washington Post e New York Times) e, soprattutto, dell'*high tech*⁷⁵. Alcuni dei più importanti gruppi come Google, Facebook, LinkedIn e Groupon, presentano una struttura azionaria basata su due categorie di azioni: la prima, dotata dell'ordinario voto singolo, è destinata a circolare sul mercato, mentre la seconda, con diritti di voto potenziati, è nella maggior parte dei casi riservata ai fondatori, che possono in tal modo detenere il controllo con un investimento meno che proporzionale. Si tratta di soggetti interessati ad una visione di lungo termine, dotati di peculiari capacità tecniche o artistiche o, come ha rilevato la dottrina, di «*skills* imprenditoriali [...] spesso apprezzate anche dagli investitori esterni al gruppo di controllo»⁷⁶.

Coerentemente con i fini sopra enunciati, molti statuti prevedono che le azioni a voto plurimo non siano trasferibili o che siano convertite in azioni ordinarie in caso di trasferimento o in base a "*sunset clauses*". Il numero di voti che le medesime generalmente attribuiscono è pari a dieci - come ad esempio per Facebook o Alphabet (la *holding* di Google)⁷⁷ - ma non mancano esempi in cui il di-

fications, limitations or restrictions of such class or series of stock is clearly and expressly set forth in the certificate of incorporation or in the resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors. The term "facts," as used in this subsection, includes, but is not limited to, the occurrence of any event, including a determination or action by any person or body, including the corporation. The power to increase or decrease or otherwise adjust the capital stock as provided in this chapter shall apply to all or any such classes of stock».

⁷⁴ La percentuale delle società che fa ricorso alle *multiple voting shares* è, secondo lo studio della CONSOB del 2014, pari al 6% (S. ALVARO-A. CIAVARELLA-D. D'ERAMO-N. LINCiano, *La deviazione dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo*, cit., 32; cfr. anche M. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto: principio da abbandonare?*, cit., 512).

⁷⁵ P. MONTALENTI, *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo: prime considerazioni*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 31 e N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, 2014, in *Giustiziacivile.com*, 6.

⁷⁶ M. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto: principio da abbandonare?*, cit., 512.

⁷⁷ Il fondatore Mark Zuckerberg detiene il 57% dei voti esercitabili in assemblea possedendo solo il 18% del capitale sociale, come riporta P. MONTALENTI, *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo: prime considerazioni*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 31. Dieci voti per ogni *B-share* sono anche attribuiti dalla Alphabet Inc., la nuova *holding* di Google (per la quale erano già state emesse azioni con 10 voti a favore

vario tra il numero di voti attribuiti alle diverse categorie sia anche maggiore: ne è un esempio Groupon, che aveva emesso a favore dei tre soci fondatori azioni dotate ognuna di 150 voti, le quali, dopo cinque anni dall'ingresso della società nel Nasdaq nel 2011, sono state convertite automaticamente in azioni ordinarie, come meglio precisato qui di seguito:

Except as otherwise expressly provided herein or required by applicable law, each holder of shares of Class A Common Stock shall be entitled to one (1) vote for each share of Class A Common Stock held as of the applicable date on any matter that is submitted to a vote or for the consent of the stockholders of the Corporation. Except as otherwise expressly provided herein or required by applicable law, each holder of shares of Class B Common Stock shall be entitled to one hundred fifty (150) votes for each share of Class B Common Stock held as of the applicable date on any matter that is submitted to a vote or for the consent of the stockholders of the Corporation.

On the Final Conversion Date, each one (1) issued share of Class A Common Stock and each one (1) issued share of Class B Common Stock shall automatically, without any further action, convert into one (1) share of Common Stock. Following such conversion, the reissuance of all shares of Class A Common Stock and Class B Common Stock shall be prohibited, and such shares shall be retired and cancelled [...]

(Sixth amended and restated certificate of incorporation of Groupon, Inc., art. IV, sez. 4, let. b.ii e lett. d)⁷⁸

dei fondatori e dei *managers* chiave in occasione della IPO del 2004): più precisamente, l'art. IV dell'*Amended and Restated Certificate of Incorporation of Alphabet Inc.* precisa che: «*This Corporation is authorized to issue nine billion (9,000,000,000) shares of Class A Common Stock, par value \$0.001 per share (the "Class A Common Stock"), three billion (3,000,000,000) shares of Class B Common Stock, par value \$0.001 per share (the "Class B Common Stock"), and together with the Class A Common Stock, the "Common Stock"), three billion (3,000,000,000) shares of Class C Capital Stock, par value \$0.001 per share (the "Class C Capital Stock"), and one hundred million (100,000,000) shares of Preferred Stock, par value \$0.001 per share*».

⁷⁸ La *Final Conversion Date* fu fissata a cinque anni dalla data in cui l'operazione avrebbe avuto efficacia. Nell'*Annual Report* del 2016 (consultabile sul sito della società, nella sezione *Financial Information*) è così precisato: «*On October 31, 2016, each share of our Class A common stock and Class B common stock converted automatically into a single class of common stock (the "Conversion") pursuant to the terms of our Sixth Amended and Restated Certificate of Incorporation, as amended. Prior to the Conversion, holders of our Class A common stock were entitled to one vote per share and holders of our Class B common stock were entitled to 150 votes per share. Prior to the Conversion, we had 2,399,976 shares of Class B common stock issued and outstanding, all of which were held by our three founders. Following the Conversion, each share of common stock is entitled to one vote per share and otherwise has the same designations, rights, powers and preferences as a share of the Class A common stock prior to the Conversion. In addition,*

3. Altri Paesi. Hong Kong, Singapore, Giappone, Svizzera.

La normativa vigente ad Hong Kong è simile a quella sopra esaminata con riguardo agli Stati Uniti: la proporzionalità tra azioni e voti costituisce il regime legale, ma è concessa la possibilità di creazione di categorie azionarie con diritti di voto differenti⁷⁹. A fronte di tale libertà è necessario tuttavia che, qualora si voglia procedere a quotazione, il numero di voti attribuiti alle azioni sia “ragionevolmente proporzionale” al capitale dalle medesime rappresentato; una volta poi avvenuta la quotazione, potranno essere emesse nuove azioni privilegiate purché tuttavia non si alteri il rapporto tra le categorie preesistenti⁸⁰.

Una più ampia libertà statutaria è ora concessa in Singapore, ove, a differenza di quanto previsto fino al 2016⁸¹, possono essere emesse categorie azionarie caratterizzate dai diritti di voto più diversi, siano essi plurimi, limitati o esclusi, senza limiti di sorta.

Quanto avvenuto nella Repubblica di Singapore può considerarsi un altro risultato del fenomeno della *regulatory competition* (la medesima che ha spinto il legislatore italiano ad introdurre il voto plurimo e maggiorato all'interno dei nostri confini). La decisione di riformare la legge sembra infatti essere avvenuta dopo la mancata quotazione presso la borsa di Singapore della squadra Manchester United, che le avrebbe preferito la borsa di New York proprio per il fatto che la prima non ammetteva società con una *dual class structure*⁸².

holders of the common stock now vote as a single class of stock on any matter that is submitted to a vote of stockholders».

⁷⁹ La *Companies Ordinance* n. 28 del 2012 stabilisce, all'art. 588, che, salvo diversa disposizione statutaria, ogni azione ha diritto ad un voto; all'art. 179 precisa, inoltre, che «*A share certificate issued by a company that has different classes of shares must contain in a prominent position a statement - (a) stating that the company's share capital is divided into different classes of shares; and (b) specifying the voting rights attached to shares in each class [...]*».

⁸⁰ Si esprime in termini di «*reasonable relationship*» l'art. 8.11 *HKEx Main Board Listing Rules*. Sul punto si veda HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING, *Weighted voting rights*, 2014, reperibile sul sito www.hkex.com.hk.

⁸¹ Solo alle società giornalistiche era concesso derogare al principio di proporzionalità, con il vincolo, tuttavia, di emettere azioni privilegiate solo a favore di cittadini o società della Repubblica e purché fosse stata concessa la relativa autorizzazione ministeriale (sez. 10, comma 1, lett. c) del *Newspaper and Printing Presses Act*). La *ratio* era quella di impedire influenze straniere nei mezzi di informazione: sul punto si veda A.M. RAMCHAND, *Freedom Of The Press: Regulation Under The Newspaper And Printing Presses Act, 1974*, in *Singapore L. Rev.*, 1999, 130.

⁸² Cfr. M. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto: principio da abbandonare?*, cit., 512, il quale richiama alcuni articoli quali *In Manchester United's I.P.O., a Preference for American Rules*, in

Rimanendo in Oriente, anche in Giappone l'emissione delle azioni a voto plurimo - per quanto pochissime società vi facciano ricorso⁸³ - è legittima e, pur essendo fissato un limite massimo di voti attribuibili per ogni azione, il medesimo, pari a 1000 voti, è tra i più elevati⁸⁴.

Un altro Stato in cui è possibile derogare al principio di proporzionalità – ma operando sulle possibili variazioni del valore nominale delle azioni – è la Svizzera: la legge stabilisce che ogni azionista voti in proporzione al valore nominale complessivo delle azioni detenute ed abbia in ogni caso diritto ad un voto anche se titolare solo di una sola azione⁸⁵. È tuttavia ammessa la deroga a tale regime legale, prevedendo in statuto che tutte le azioni diano diritto ad un voto, indipendentemente dal valore nominale delle stesse (fermo restando che nessuna possa avere un valore nominale dieci volte superiore a quello delle altre)⁸⁶. Tale struttura è adottata, ad esempio, dalla società Swatch, il cui capitale è diviso in due categorie di azioni con diverso valore nominale, così che, attribuendo ad ogni azione un diritto di voto e derogando in tal modo al principio di proporzionalità tra capitale e voto, le azioni nominative – con valore nominale inferiore – pur rappresentando il 44,58% del capitale attribuiscono l'80,09% dei voti⁸⁷.

DealBook New York Times, 10 luglio 2012 e *Exchanges divided by dual-class shares*, in *Financial Times*, 3 ottobre 2013.

⁸³ Solo due delle 248 società analizzate prevedono una *dual class structure* secondo SHEARMAN & STERLING LLP - INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES - EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, *Proportionality between Ownership and Control in Eu Listed Companies*, cit. 81.

⁸⁴ SHEARMAN & STERLING LLP - INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES - EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, *op. ult. cit.*, 18.

⁸⁵ Art. 692 della Legge federale del 30 marzo 1911: «*The shareholders exercise their voting rights at general meetings of shareholders in proportion to the total nominal value of the shares belonging to them. Every shareholder has at least one vote, even if he holds only oneshare. However, the articles of association may impose restrictions on the number of votes cast by holders of multiple shares*».

⁸⁶ Art. 693: «*The articles of association may stipulate that voting rights are determined regardless of nominal value by the number of shares belonging to each shareholder such that each share confers one vote. In this case, shares with a lower nominal value than other shares of the same company may be issued only as registered shares and must be fully paid up. The nominal value of these other shares must not exceed ten times the nominal value of the voting shares*».

⁸⁷ Il capitale complessivo di CHF 125.210.250,00 è suddiviso in 124.045.000 azioni nominali da CHF 0,45 e 30.840.000 azioni al portatore da CHF 2.25. Le nominali hanno complessivamente un valore nominale di CHF 55.820.250,00, pari al 44,58% del capitale sociale (ma attribuiscono l'80,09% dei voti) mentre quelle al portatore, avendo un valore nominale più alto, rappresentano la restante porzione di capitale (CHF 69.390.000, pari al 55,42%) ma conferiscono complessivamente solo il 19,91% dei voti).

CAPITOLO III

VOTO PLURIMO E VOTO MAGGIORATO: NORMATIVA E PROBLEMI ERMENEUTICI

Sommario: 1. L'approvazione del d.l. 24 giugno 2014, n. 91 e la sua conversione in legge. Il voto plurimo. – 1.1. Natura giuridica. – 1.2. Modalità di introduzione e diritto di recesso. Il *quorum* rafforzato. – 1.3. *Segue*. La conversione delle azioni. – 1.4. La conversione di azioni in Banca Sella S.p.A. – 1.5. Emissione di azioni a voto plurimo in sede di aumento di capitale. – 1.6. Estensione del voto plurimo a tutte le azioni. Profili di opportunità. – 1.7. Modulazione del voto tra limiti legali (contenuti) e ampia autonomia statutaria. – 1.8. Il voto plurimo nelle società quotate. – 1.9. *Segue*. Le operazioni di *going public* delle società F.I.L.A. e Aquafil. – 2. Il voto maggiorato. – 2.1. Ambito applicativo e natura giuridica. – 2.2. Voto maggiorato e categorie di azioni. – 2.3. Limiti ed espressioni dell'autonomia statutaria alla luce delle prime esperienze applicative. – 2.4. Modalità di introduzione del voto maggiorato. I meccanismi agevolativi. – 2.5. Modifica ed eliminazione della clausola di maggiorazione del voto tra i silenzi del legislatore e le proposte della dottrina. – 2.6. *Segue*. La sussistenza del diritto di recesso. – 2.7. Elenco Speciale e gestione dei flussi informativi. – 2.8. Il concetto di "appartenenza". Cessione e mantenimento del "diritto reale legittimante". – 2.9. *Segue*. Cessioni parziali. – 2.10. *Segue*. Cessioni del controllo. – 2.11. *Segue*. Trasferimenti infragruppo, fondi comuni di investimento e intestazioni fiduciarie. – 2.12. La (derogabile, ma non derogata) disciplina del voto maggiorato per i trasferimenti *mortis causa*. – 2.13. *Segue*. ... per la fusione e scissione del titolare delle azioni. – 2.14. *Segue*. ... e per gli aumenti gratuiti del capitale sociale. – 2.15. Aumento oneroso del capitale sociale e *opt-in* statutario. – 2.16. Il voto maggiorato nelle operazioni di fusione e scissione. – 2.17. Rinuncia alla maggiorazione del voto. – 3. Profili e problemi comuni – 3.1. Il calcolo dei *quorum* assembleari: chiarimenti (e silenzi) del legislatore. – 3.2. *Segue*. Interpretazione della dottrina – 3.3. *Segue*. ... e soluzioni della prassi statutaria. – 3.4. Il calcolo del voto multiplo in materia di controllo e di comunicazioni relative alle partecipazioni rilevanti. – 3.5. Maggiorazione del voto e offerte pubbliche di acquisto. – 3.6. *Segue*. Il superamento passivo delle soglie: rischi e tutele. – 3.7. Coordinamento del voto più che proporzionale con il limite di emissione delle azioni senza voto o con voto limitato.

1. L'approvazione del d.l. 24 giugno 2014, n. 91 e la sua conversione in legge. Il voto plurimo.

Alla luce dell'evoluzione storica e del quadro comparatistico sopra delineati, l'emanazione del d.l. 24 giugno 2014 n. 91, noto anche come d.l. Competitività,¹ costituisce ulteriore e definitiva conferma del percorso di allontanamento - europeo, ancor prima che italiano - dal principio "*one share, one vote*". La riforma,

¹ La riforma concernente la maggiorazione del voto è contenuta all'art. 20 del d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito, con modificazioni, dalla Legge 11 agosto 2014, n. 116, in *Gazzetta Ufficiale, Serie Generale*, del 20 agosto 2014, n. 192, n. 192, *Suppl. Ordinario* n. 72.

infatti, ha definitivamente eliminato il divieto di emissione di azioni a voto multiplo di cui al previgente art. 2351 c.c., dando così cittadinanza alla maggiorazione del voto anche in Italia.

Il legislatore ha operato secondo due linee direttrici: da un lato, con la modifica del citato art. 2351 c.c., ha consentito alle società non quotate nei mercati regolamentati di emettere categorie di azioni che attribuiscono più di un voto (c.d. voto plurimo). Dall'altro, inserendo nel d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) gli articoli 127-*quinquies* e 127-*sexies*, ha ammesso, per le società quotate, la possibilità non solo del potenziamento del voto in ragione del possesso delle azioni in capo ad un soggetto per un determinato tempo (c.d. voto maggiorato) ma anche dell'eccezionale mantenimento delle azioni a voto plurimo emesse anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato.

Il presente capitolo si propone di fornire un'analisi della normativa oggi vigente in Italia sul voto più che proporzionale, concentrandosi in primo luogo sul voto plurimo, poi sul voto maggiorato ed infine su alcuni profili comuni ad entrambi gli istituti. Prima di procedere a valutazioni di opportunità, verranno analizzati i problemi ermeneutici che il dettato legislativo ha posto, nel tentativo di suggerire possibili soluzioni ai medesimi, anche - e soprattutto - alla luce delle prime esperienze applicative e dei primi commenti della dottrina.

I principali problemi interpretativi riguardano le azioni a voto plurimo e sono legati alle difficoltà di coordinamento del nuovo strumento con l'impianto normativo preesistente che, pur avendo già ammesso forme di deviazione dal principio "*one share, one vote*", era del tutto nuovo al voto più che proporzionale. Tali difficoltà sono state acuite dal fatto che, a differenza del voto maggiorato, per il quale è stato dettato un corpo di regole più articolato, per il plurimo - probabilmente a causa della sua introduzione solo in sede di conversione del Decreto Legge - il legislatore della riforma si è limitato ad eliminare lo "storico" divieto, introducendo solamente la facoltà di prevedere in via statutaria la creazione di azioni con diritto di voto plurimo (fino ad un massimo di tre voti) anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative (art. 2351, comma 4, c.c.).

1.1. *Natura giuridica.*

L'individuazione della natura giuridica delle azioni a voto plurimo costituisce il punto di partenza per l'analisi di tutti i profili di disciplina ad esse inerenti.

A differenza della maggiorazione del voto di cui all'art. 127-*quinquies* TUF, in merito alla quale si prevede espressamente che le azioni che godono del "premio di fedeltà" non costituiscono una categoria speciale di azioni², l'art. 2351 c.c. non è esplicito sul punto. Nonostante il silenzio del legislatore è tuttavia pacificamente riconosciuto da tutta la dottrina che le azioni a voto plurimo formino una categoria ai sensi dell'art. 2348 c.c.: l'attribuzione di tale natura giuridica consegue alla constatazione che il voto più che proporzionale incorporato nelle azioni «inerisce oggettivamente al titolo azionario *qua talis*»³ e opera, dunque, indipendentemente dalla condizione in cui versa il titolare dell'azione⁴.

Tale caratteristica costituisce uno dei principali tratti distintivi delle azioni a voto plurimo rispetto alla maggiorazione del voto ammessa nelle società quotate che, ai sensi dell'art. 127-*quinquies* TUF, potendo conseguire solo ad un determinato comportamento del socio - più precisamente, alla continuata "appartenenza"⁵ delle azioni in capo al medesimo per un periodo non inferiore a due anni - non rappresenta un «elemento idoneo a far categoria delle azioni che ne fruiscono»⁶.

A ulteriore conferma del fatto che le azioni a voto plurimo costituiscano una categoria di azioni, è possibile richiamare il comma 4 dell'art. 127-*sexies* TUF che, nel coordinare la disciplina delle azioni a voto plurimo con quella delle socie-

² Sulla maggiorazione del voto nelle società quotate, cfr. *infra* Cap. III, par. 2.1 e ss.. Sul punto qui in esame si anticipa che lo stesso legislatore, al comma 5 dell'art. 127-*quinquies* TUF ha avuto cura di precisare che le azioni cui è attribuita la possibilità di maggiorazione del voto «non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile».

³ E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 2351, comma 4, c.c.*, in *Le società per azioni. Codice Civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Milano, 2016, 589;

⁴ N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, 2014, in *Giustiziacivile.com*, 7. Conformi anche C. TEDESCHI, *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*, in *Società*, 2015, 10, 1073 ss., spec. 1074; U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 21; E. RIMINI, *Quorum assembleari e voto multiplo in assemblea*, *ivi*, 90-91.

⁵ Sul concetto di "appartenenza" si veda *infra*, Cap. III, par. 2.3.

⁶ P. MARCHETTI, *Il voto maggiorato nelle società quotate*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 6.

tà quotate⁷, si riferisce ai titolari di tali azioni come appartenenti alla «categoria delle azioni a voto plurimo»⁸.

Dalla natura giuridica, così come sopra delineata, consegue l'applicabilità dei principi e delle norme dettate in materia di categorie di azioni⁹, quale la necessità che tutte le azioni della medesima categoria conferiscano uguali diritti secondo il principio di uguaglianza relativa, la permanenza (salvo deroga espressa) del voto più che proporzionale non solo in capo al soggetto a favore del quale sia costituito un diritto di pegno, usufrutto o sequestro, ma anche in capo al cessionario della piena proprietà delle azioni, sia esso a titolo oneroso o gratuito, *inter vivos* o *mortis causa* e, infine, la necessità dell'approvazione dell'assemblea speciale in caso di deliberazioni dell'assemblea generale che pregiudichino i diritti della categoria stessa.

Proprio in tema di approvazione dell'assemblea speciale, è curioso notare come uno degli articoli introdotti dal legislatore della riforma abbia dato nuova linfa al dibattito concernente la rilevanza del “pregiudizio indiretto” di cui all'art. 2376 c.c.¹⁰. Più precisamente, all'art. 127-*sexies* TUF è stata espressamente esclu-

⁷ Le società quotate, ai sensi dell'art. 127-*sexies*, comma 2, TUF, si anticipa, sono eccezionalmente legittimate a mantenere azioni a voto plurimo nel caso in cui dette azioni fossero state emesse anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato, fermo restando il divieto di cui al comma 1 del medesimo articolo.

⁸ Art. 127-*sexies* comma 4, TUF.

⁹ Sulle categorie di azioni, senza pretesa di esaustività, cfr. M. BIONE M., *Le azioni*, cit., 44 ss.; C. ANGELICI, *Le azioni*, cit., 53 ss.; C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004, 200 ss.; F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 75 ss.; M. NOTARI, *Commento sub. art. 2348 c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2008, 153 ss.; F. DI SABATO, *Diritto delle società*, Milano, 2011, 244; N. ABRIANI, *Commento sub. art. 2348 c.c.*, in *Codice delle società*, a cura di N. Abriani, Torino, 2016, 663 ss.

¹⁰ L'individuazione di quali “pregiudizi” richiedano l'approvazione dell'assemblea speciale - e, più precisamente, se il pregiudizio tutelabile sia solo quello “diretto” o anche quello “indiretto” è un problema risalente (si vedano per tutti A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960; P. GROSSO, *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, Milano, 1999, 183 ss.), al quale la riforma del 2003, lasciando immodificata la norma, non ha fornito soluzione: cfr. P. GROSSO, *Categorie di azioni, assemblee speciali, strumenti finanziari non azionari: le novità della riforma*, in *Società*, 2003, 1308; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento sub. art. 2376 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, I, 542 ss. e NOTARI M., *Commento sub. art. 2376 c.c.*, in *Assemblea*, a cura di A. Picciau, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2008, 250 ss. Per ciò che concerne in particolare l'ipotesi di aumento di capitale a pagamento che non rispetti un criterio di proporzionalità rispetto alle categorie di azioni esistenti, sostengono la necessità dell'approvazione dell'assemblea speciale C. COSTA, *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 3**, Torino, 1993, 541 ss. e M. NOTARI, *Commento sub. art. 145 TUF*, cit., 1605-1606 ss.

sa l'approvazione da parte dell'assemblea speciale per il caso specifico in cui una società quotata - che abbia emesso azioni a voto plurimo anteriormente all'inizio delle negoziazioni - non si avvalga della facoltà di emettere nuove azioni a voto plurimo per mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni nelle operazioni di fusione, scissione, aumento del capitale sociale gratuito e a pagamento. A differenza di quanto sottolineato nei primi commenti alla riforma¹¹, tuttavia, tale articolo non fornisce elementi determinanti per la soluzione del problema, in quanto esso si presta a letture anche diametralmente opposte, a seconda che si aderisca alla tesi più restrittiva della rilevanza del solo pregiudizio diretto¹² o a quella secondo cui l'approvazione dell'assemblea speciale sarebbe necessaria anche nelle ipotesi di pregiudizio indiretto¹³. L'art. 127-*sexies* TUF, infatti, è stato interpretato sia come norma meramente ricognitiva del principio di necessaria approvazione da parte dell'assemblea speciale per i soli casi di pregiudizio diretto¹⁴, sia come norma eccezionale rispetto alla - così dimostrata - applicazione dell'art. 2376 c.c. anche qualora il pregiudizio sia indiretto¹⁵.

In conclusione, se da un lato è indubbio che ai titolari di azioni a voto plurimo non sia dato esprimersi ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2376 c.c. nelle

¹¹ ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare del 7 aprile 2015, n. 10, in *Riv. soc.*, 2015, 513.

¹² G. FERRI, *Le società*, cit., 474; R. COSTI, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali. Parere I*, in *Giur. comm.*, 1990, I, 564 ss.; P. FERRO-LUZZI-B. LIBONATI, *Categorie di azioni e aumento del capitale con emissione di sole azioni ordinarie*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, 703 ss.; P. GROSSO, *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, cit., 183 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, vol. 2, in *Diritto delle Società*, a cura di M. Campobasso, vol. 2, 9^a ed., Torino, 2015, 206. In giurisprudenza, Trib. Vicenza, 10 febbraio 2004, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, 574 e Trib. Milano, 8 luglio 2005, in *Giur. it.*, 2005, 306.

¹³ Si sono espressi a favore della rilevanza di qualsiasi pregiudizio, purché non si tratti di un pregiudizio di mero fatto (e quindi, dell'applicabilità dell'art. 2376 c.c. anche per tutela al diritto al "rango"), A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, cit., 205 ss.; G.B. PORTALE, "Uguaglianza e contratto": il caso dell'aumento del capitale sociale in presenza di più categorie di azioni", in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, 711; F. D'ALESSANDRO, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali. Parere II*, in *Giur. comm.*, 1990, I, 577; C. COSTA, *Le assemblee speciali*, cit., 535 ss. In giurisprudenza, Trib. Genova, 3 luglio 1958, in *Giur. it.*, 1959, I, 2, 586 ss., con nota di A. MIGNOLI.

¹⁴ P. MARCHETTI, *Commento all'art. 20 del d.l. Competitività (azioni a voto maggiorato, a voto plurimo e altro)*. Relazione al convegno del Consiglio Notarile di Milano, 22 settembre 2014 e M. VENTORUZZO, *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*, (Nota a App. Brescia 2 luglio 2014), in *Giur. comm.*, 2015, II 1055.

¹⁵ A.A. AWWAD, *Commento sub. art. 2376 c.c.*, in *Le società per azioni. Codice Civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Milano, 2016, 1038 ss. Conforme E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 2351, co. 4*, cit., 590, con specifico riferimento al caso di una società con azioni a voto differenziato che deliberi un aumento di capitale con esclusione dell'opzione ed emissione di azioni a voto multiplo.

specifiche ipotesi contemplate dall'art. 127-*sexies* TUF, dall'altro, per ogni altra ipotesi di pregiudizio alla categoria, il loro diritto di veto sulle deliberazioni dell'assemblea generale dipende dall'interpretazione più o meno restrittiva che si intende dare al citato articolo 2376 c.c.; interpretazione rispetto alla quale è difficile argomentare, senza cadere in petizioni di principio, traendo spunto dalla solo apparente portata innovativa dell'art. 127-*sexies* TUF.

Rinviando al successivo paragrafo per i problemi di coordinamento tra approvazione di assemblea speciale e diritto di recesso e tornando al tema della categoria di azioni, è ancora opportuno ricordare che, grazie all'ampia autonomia statutaria riconosciuta dal legislatore, è configurabile una struttura societaria che contempli non solo una categoria di azioni a voto plurimo, ma anche più categorie, ognuna delle quali caratterizzata da una diversa modulazione del potenziamento del voto¹⁶. Parallelamente, si ritiene lecita la presenza, in una stessa s.p.a., di sole azioni a voto plurimo della medesima "tipologia": si tratterebbe, a ben vedere, dell'unico possibile caso in cui le azioni a voto plurimo non costituirebbero una categoria nel senso proprio del termine, poiché tutto il capitale sociale risulterebbe rappresentato dallo stesso tipo di azioni¹⁷.

1.2. *Modalità di introduzione e diritto di recesso. Il quorum rafforzato.*

Occorre premettere che l'introduzione del voto plurimo in una struttura societaria consta di due fasi, ossia l'introduzione nello statuto di una clausola che preveda e definisca le caratteristiche delle azioni a voto plurimo e l'emissione di - o conversione di azioni già esistenti in - azioni dotate di voto multiplo, così come disciplinato dallo statuto. Le due fasi sono logicamente distinte ma possono essere

¹⁶ N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli*, cit., 10 ss.; M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 274 ss.; U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 21.

¹⁷ U. TOMBARI, *loc. op. ultt. citt.* Sul possibile contenuto delle diverse categorie di azioni a voto plurimo e sulla liceità dell'attribuzione del voto potenziato a tutte le azioni, si veda *infra* in questo capitolo, rispettivamente par. 1.7. e par. 1.6.

anche realizzate congiuntamente, in forza del principio delle c.d. “delibere a cascata”¹⁸.

Ai fini di una più ordinata analisi del problema si procederà ad analizzare in primo luogo l'ipotesi di previsione del voto plurimo in sede di costituzione della società o di successiva modifica dello statuto, nonché dei problemi che sorgono in caso di conversione di azioni già esistenti. Quanto alla emissione di nuove azioni, verranno trattati l'aumento gratuito e l'aumento oneroso deliberato con e senza la limitazione e/o esclusione del diritto di opzione. Per ognuna di queste ipotesi si porrà attenzione al delicato tema del diritto di recesso, la cui sussistenza ai sensi dell'art. 2437, lett. g) c.c. - che prevede che il diritto di *exit* sussista in caso di «modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione» - è oggetto di un ricco dibattito in dottrina.

Per ciò che concerne la previsione di azioni a voto plurimo in sede di costituzione della società emittente, la dottrina sottolinea come non paiano sorgere problemi, sia per il caso in cui si proceda immediatamente ad emettere azioni a voto plurimo, sia per il caso in cui ci si limiti a prevedere in statuto la possibilità di emetterne in una fase successiva della vita della società¹⁹. Si precisa ancora che, qualora in sede di atto costitutivo si deleghi all'organo amministrativo un aumento

¹⁸ Sul principio delle delibere a cascata, in forza del quale è possibile adottare delibere ulteriori e connesse ad altre già adottate - o adottate contestualmente - ma ancora in attesa di iscrizione nel Registro delle Imprese (fermo restando che l'efficacia della delibera “successiva” è subordinata all'iscrizione della precedente, che ne costituisce il presupposto), si vedano P. MARCHETTI, *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2003, 268; S. CERRATO, *Le modificazioni statutarie: esame della disciplina e delle novità normative ed esegetiche*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2009, 806 ss; B. PETRAZZINI-M. CALLEGARI-S. CERRATO-M. CAVANNA, *Le modificazioni dello statuto nelle s.p.a.*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Rescigno, XVI, 4, Torino, 2012, 243 ss., spec. 277-278; F. MAGLIULO, *Il registro delle imprese nella riforma societaria*, in *Notariato*, 2005, 1, 50; G. MARASÀ, *Controllo e pubblicità delle delibere di modifica statutaria nella s.p.a.*, in *Riv. not.*, 2007, 3, 523, spec. 533-534. Sul punto si segnala una differenza tra l'orientamento del Consiglio Notarile di Milano (CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Efficacia dell'iscrizione al Registro delle Imprese delle modificazioni statutarie (art. 2436 c.c.)*. *Massima n. 19*, 10 marzo 2004, in *Massime notarili in materia societaria*, Milano, 2014, 101) e il Comitato Triveneto dei Notai (COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Eseguibilità delle delibere non iscritte*. *Massima n. H.F.2*-settembre 2004, in *Orientamenti del Comitato Triveneto dei notai in materia di atti societari*, Vicenza, 2017, 107). Secondo Comitato Triveneto, infatti, sarebbe anche possibile adottare delibere da parte di organi sociali in forza di poteri attribuiti ai medesimi in forza di una delibera modificativa non ancora iscritta, possibilità invece negata dal Consiglio Notarile di Milano.

¹⁹ M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio “un'azione un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Riv. not.*, 2014, 5, 936.

di capitale con emissione di azioni a voto plurimo, la successiva emissione non comporta alcun problema di tutela dei soci in quanto la medesima è operata in esecuzione di una delega rispetto alla quale tutti i soci, in sede di costituzione della società, hanno prestato il proprio consenso²⁰.

Per il caso cui, invece, la società preesista e modifichi il suo statuto sociale introducendo il voto plurimo, occorre precisare che il legislatore della riforma ha disposto una disciplina *ad hoc* per tutte le società iscritte nel Registro delle Imprese alla data del 31 agosto 2014, imponendo il rispetto di un *quorum* rafforzato. L'art. 212 disp. att., infatti, prevede che nelle predette società la modifica statutaria sia deliberata, anche in prima convocazione, con il voto favorevole di *almeno i due terzi del capitale rappresentato* in assemblea. Tale deroga non solo pone problemi di coordinamento con la disciplina del codice civile, ma risulta per certi aspetti poco soddisfacente rispetto alla *ratio* che vorrebbe animarla, ossia quella di garantire ad una minoranza qualificata una sorta di “potere di veto” rispetto alla decisione di introdurre in statuto la previsione di azioni a voto plurimo.

In primo luogo, il fatto che l'art. 212 disp. att. si esprima solo in termini di *quorum* deliberativo e sia riferito al capitale rappresentato in assemblea, impone un coordinamento con il *quorum* costitutivo “standard” implicitamente ricavabile dall'art. 2368 comma 2, c.c., ossia la metà del capitale sociale²¹. Ne consegue che è necessario procedere ad un cumulo dei due *quorum*, concludendo che l'assemblea straordinaria di una società chiusa possa validamente deliberare con il voto favorevole dei due terzi del capitale rappresentato in assemblea, purché sia presente più della metà del capitale sociale. Diversamente, in assenza di un *quorum* costitutivo, si potrebbe deliberare con i 2/3 di qualsiasi percentuale di presenti e, quindi, anche con un *quorum* bassissimo, in contrasto con la *ratio* della riforma²².

²⁰ A. BUSANI-M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si “pesano”*: superato il principio *one share one vote* con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, in *Società*, 2014, 1053, i quali precisano che la delega deve prevedere nel dettaglio modalità e tempistiche dell'emissione e precisare le caratteristiche delle azioni oggetto della medesima.

²¹ Si ricorda che il *quorum* costitutivo per la prima convocazione per l'assemblea straordinaria delle società chiuse risulta implicitamente dalla previsione del *quorum* deliberativo, ossia la metà del capitale sociale.

²² Cfr. P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, cit., 6 che sottolinea come, rapportando la percentuale necessaria per l'approvazione al solo capitale rappresentato in

Inoltre, essendo previsto per una eventuale seconda convocazione un *quorum* costitutivo pari ad un terzo del capitale sociale²³, se non si interpretasse la norma come sopra indicato, i *quorum* di seconda convocazione risulterebbero più alti rispetto a quelli richiesti per la prima²⁴.

È stato poi evidenziato come la norma transitoria, anche così interpretata, non garantisca una tutela così forte per quelle minoranze a presidio delle quali è stata posta, in quanto l'innalzamento del *quorum* solo in termini di "capitale rappresentato in assemblea", se da un lato offre alla minoranza qualificata una sorta di potere di veto, almeno in prima convocazione, dall'altro consente alla maggioranza di inibire quello stesso potere, facendo andare deserta proprio quella prima convocazione per la quale è stato previsto il *quorum* rafforzato²⁵.

Si noti, infine, che il rafforzamento dei *quorum* - per quanto non così incisivo - è tale solo rispetto alle società chiuse e non anche a quelle aperte, per le quali già si prevede un *quorum* costitutivo pari alla metà del capitale sociale e un deliberativo pari ai 2/3 del capitale rappresentato in assemblea²⁶.

Quanto al diritto di recesso, alcuni Autori hanno affermato la sua sussistenza anche per il solo di caso di modifica "programmatica" dello statuto, senza contestuale emissione delle azioni a voto plurimo, in quanto l'introduzione in statuto anche della sola "emettibilità" delle azioni comporterebbe una «modificazione dei diritti di voto e di partecipazione» ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g) c.c.²⁷:

assemblea, l'incremento dei voti necessari per la deliberazione - rispetto alla disciplina "standard" - si avrebbe solo nel caso in cui si presentino all'assemblea i soci che rappresentino il 75% del capitale sociale.

²³ Il legislatore della riforma non ha previsto deroga ai *quorum* di seconda convocazione.

²⁴ M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione un voto"*, cit., 937 e B. MASSELLA DUCCI TERI, *Voto plurimo e voto maggiorato*, in *Digesto disc. Priv., Sez. comm., Agg.*, vol. 7, Torino, 2015, 628 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, cit., 316; U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 23; A. MIRONE, *Il sistema tradizionale: l'assemblea*, in *Manuale di diritto commerciale*, a cura di M. Cian, Torino, 2016, 423 ss.

²⁵ N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli*, cit., 14 ss.; U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 23. Ma si veda l'opinione contraria di E. BARCELONA, *Commento sub. art. 2351, comma 4, c.c.*, cit., 562.

²⁶ Profilo evidenziato nella circolare ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, cit., 491.

²⁷ M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione un voto"*, cit., 938; A. BUSANI-M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si "pesano"*, cit., 1055, a parere dei quali l'unica ipotesi di esclusione del diritto di recesso riguarderebbe il caso di emissione delle azioni a

tralasciando i profili di probabilità di una modifica statutaria senza contestuale emissione di (o conversione in) azioni a voto plurimo, sembra essere prevalente - e preferibile - l'orientamento che nega la sussistenza del diritto di *exit*, in quanto la modifica statutaria, pur "concernendo" i diritti di voto, non è idonea ad incidere né direttamente né indirettamente sugli stessi²⁸.

1.3. Segue. *La conversione delle azioni.*

Passando quindi alla trattazione del tema della conversione delle azioni esistenti - metodo alternativo all'emissione di nuove azioni, analizzato *infra* -, ed evitando di soffermarsi sull'indubbia legittimità di una delibera di conversione (facoltativa o obbligatoria) delle azioni, se adottata con il voto unanime di tutti i soci²⁹, occorre esaminare più nel dettaglio l'ipotesi in cui la relativa delibera sia approvata dalla maggioranza dei soci, distinguendo tra il caso in cui la conversione abbia ad oggetto tutte le azioni o solo una parte di esse.

La dottrina si è pronunciata a favore della liceità della prima (sia essa obbligatoria o facoltativa)³⁰, mentre ha negato la legittimità della seconda in quanto la conversione deliberata dalla maggioranza dei soci ed avente ad oggetto solo parte delle azioni (ossia a favore di alcune categorie preesistenti o di alcuni azionisti singolarmente individuati) comporterebbe una violazione della parità di trattamen-

voto plurimo in attuazione di delega, conferita in sede di costituzione della società stessa. Conforme anche M. LIBERTINI, *Intervento*, in M. LIBERTINI-C. ANGELICI, *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, 33.

²⁸ Si sono espressi in tal senso P. MONTALENTI, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 225; M. VENTORUZZO, *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*, cit., 1055; P. MARCHETTI, *Commento all'art. 20 del d.l. Competitività*, cit., 9, il quale ritiene che il problema *non* si ponga in occasione di una delibera che si limiti a introdurre la possibilità di emettere azioni a voto plurimo. Ammettono l'esclusione del diritto di recesso esclusivamente per il caso in esame (e non anche per i successivi, come meglio *infra* analizzato) P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, cit., 7 e A. GENOVESE, *Introduzione delle azioni a voto plurimo e recesso*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 75.

²⁹ ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, cit., 492; A. BUSANI-M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si "pesano"*, cit., 1056. Pare superfluo sottolineare la non configurabilità, nemmeno ipotetica, del recesso in caso di conversione deliberata all'unanimità dei soci.

³⁰ A. BUSANI - M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si "pesano"*, cit., 1056.

to dei soci, non superabile nemmeno con la previsione del diritto di recesso in capo ai dissenzienti³¹.

In merito alla conversione in azioni a voto plurimo è stato infine sottolineato un problema che sembrerebbe porre, ancora una volta, la non felice formulazione dell'art. 212 disp. att. Il legislatore, infatti, nel dettare il *quorum* rafforzato, utilizza il termine «creazione»³² (e non la formulazione «emissione di azioni», cui ricorre, invece, all'art. 127-*sexies* TUF³³), scelta che potrebbe suggerire un campo di applicazione più ampio della sola emissione di nuove azioni. Parte della dottrina dubita tuttavia dell'opportunità di applicare i *quorum* rafforzati anche ai casi di conversione delle azioni preesistenti, in quanto, essendo possibile procedere solo alla conversione di tutte (e non solo di una parte di azioni), non sussisterebbero ragioni tali da estendere quel potere di veto eccezionalmente previsto all'art. 212 disp. att. a favore di una minoranza di azionisti, in quanto anche le azioni di questi ultimi dovrebbero essere necessariamente potenziate nei diritti di voto³⁴.

A ben vedere, il problema potrebbe sussistere solo in caso di conversione delle azioni deliberata in un momento successivo alla modifica dello statuto che ammette (programmaticamente) la creazione di azioni a voto plurimo: si ricordi che quest'ultima, ai sensi del medesimo art. 212 disp. att., dovrebbe necessariamente essere adottata con il *quorum* rafforzato³⁵; pertanto, qualora la conversione sia deliberata contestualmente alla modifica dello statuto di cui sopra, non potrebbe che procedersi con il *quorum* rafforzato. Nel caso in cui, invece, la clausola che

³¹ N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli*, cit., 15, il quale richiama l'art. 42 della Direttiva 1977/91. Conformi A. BUSANI-M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si "pesano"*, cit., 1056; P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, cit., 8. Per un approfondimento sulla parità di trattamento dei soci, senza pretese di esaustività, si vedano almeno G. D'ATTORRE, *Il principio di uguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, 2007, 19 e ss. e F. D'ALESSANDRO, *La seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Scritti di Floriano d'Alessandro*, 1997, I, 457 ss.

³² Sull'interpretazione del termine "creazione" si segnala M. NOTARI, *Commento sub. art. 2348 c.c.*, cit., 171, spec. note 43-44, il quale afferma che l'adozione di clausole statutarie che disciplinano i diritti diversi possa dare luogo alla "creazione" di una categoria solo se le relative azioni sono «contestualmente emesse dalla società» o se l'emissione delle stesse «è contestualmente prevista dallo statuto in dipendenza di eventi futuri».

³³ Sottolinea questo aspetto e la problematica che ne consegue E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 2351, comma 4, c.c.*, cit., 583-584.

³⁴ P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, cit., 3.; E. BARCELLONA, *op. ult. cit.*, 584, il quale opera una differenziazione tra la conversione facoltativa gratuita ed onerosa, ammettendo l'applicabilità della disciplina del *quorum* rafforzato nella seconda ipotesi.

³⁵ M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione un voto"*, cit., 937.

consenta di attribuire il voto plurimo sia già stata inserita in statuto, sembra potersi concludere che la successiva conversione possa essere deliberata validamente con le normali maggioranze.

Per l'operazione di conversione di azioni non sembrano sussistere particolari problemi in tema di recesso: per tutte quelle attuabili solo con il consenso unanime dei soci, il tema non si pone; l'unico caso di conversione adottabile a maggioranza, inoltre, non potrebbe che riguardare tutte le azioni, con la conseguenza che, rimanendo immutato il peso proporzionale di ciascun socio, non sussisterebbe nemmeno quella modifica "indiretta" su cui parte della dottrina fonda il diritto di *exit*³⁶.

1.4. Segue. *La conversione delle azioni di Banca Sella S.p.A.*

Con assemblea straordinaria tenutasi in data 24 luglio 2015, la Banca Sella S.p.A. - banca commerciale dell'omonimo Gruppo, fondata a Biella nel 1886 - ha deliberato la conversione di tutte le azioni esistenti in azioni a voto triplo, sotto la condizione sospensiva e con termine iniziale dalla sottoscrizione in tutto o in parte di un aumento di capitale avente ad oggetto azioni ordinarie. Per queste ultime, offerte in opzione ai soci e collocabili per la parte inoptata presso terzi mediante offerta al pubblico ai sensi dell'art. 93-bis TUF, è stata inoltre prevista l'emissione in regime di dematerializzazione, così da poterne richiedere l'ammissione ad un sistema multilaterale di negoziazione.

Lo scopo dell'operazione, in sintesi, era quello di consentire un rafforzamento patrimoniale della Banca e del Gruppo, "aprendo" la partecipazione al capitale sociale anche a soggetti terzi, ferma restando in ogni caso la tutela dei soci preesistenti, non solo attraverso la conversione delle azioni già possedute in azioni

³⁶ Per una disamina degli orientamenti favorevoli e contrari a riconoscere il diritto di recesso in forza di modifiche indirette dei diritti di voto e di partecipazione, si veda *infra* Cap. III, par. 1.5. Per ciò che concerne il caso sopra prospettato, si aggiunge ancora che, a voler applicare letteralmente l'art. 2437 c.c. (che, a differenza dell'art. 2376 c.c., non richiede il verificarsi di un "pregiudizio" in capo al titolare di azioni i cui diritti siano stati modificati), non si potrebbe negare che l'attribuzione del voto plurimo - benché a favore di tutte le azioni - comporti un "diretta modifica" del diritto di voto, in quanto quest'ultimo muterebbe da singolo a plurimo. Tali considerazioni sono tuttavia destinate a rimanere su un piano meramente astratto, in quanto sembrerebbe alquanto inverosimile che un socio, per quanto non abbia concorso alla delibera ma sia stato beneficiario del voto plurimo, desideri esercitare il diritto di *exit*.

a voto plurimo, ma anche mediante l'offerta in opzione ai medesimi delle nuove azioni - ordinarie - oggetto dell'aumento.

Come emerge dal comunicato stampa pubblicato dalla Banca³⁷, l'operazione ha avuto il successo desiderato, in quanto si è chiusa il 15 dicembre 2015 con richieste di sottoscrizione per l'intero importo dell'aumento (che hanno consentito l'ingresso nella compagine azionaria della Banca di oltre tremila nuovi azionisti³⁸); inoltre, accolta la relativa domanda, il 22 febbraio 2016 si è dato avvio alla negoziazione delle azioni ordinarie presso il sistema multilaterale di negoziazione Hi-MTF Order Driven.

Banca Sella presenta dunque oggi una struttura azionaria *dual class*, con un capitale sociale rappresentato per l'84,25% da azioni di categoria "P" - dotate di 3 voti - e per il rimanente 15,75 % da azioni ordinarie di categoria "S", dotate di voto singolo. La Banca ha inoltre acquisito lo status di "Emittente diffuso" ai sensi dell'art. 2 bis del Regolamento Consob n. 11971/1999 e la quota di azioni non riconducibile a Banca Sella Holding, capogruppo del Gruppo Banca Sella, è salita a circa il 20% rispetto al 7,56% iniziale. Come auspicato, dunque, la Banca ha avuto accesso a nuove risorse - in linea con il Piano Strategico 2015/2017 - da impiegare nell'innovazione digitale e nello sviluppo di servizi come il *private banking*, i sistemi di pagamento e l'*e-commerce*, senza che ciò abbia comportato una variazione del potere di controllo dei soci preesistenti, grazie alla conversione in azioni a voto plurimo³⁹. Si noti, tra l'altro, che per tale conversione - come emerge dal verbale dell'assemblea sopra citata, a rogito notaio Giuseppe Rescio, repertorio n. 36.037 - non è stato previsto alcun diritto di recesso, elemento che costituisce conferma, dunque, delle considerazioni sopra svolte sul tema.

L'operazione descritta potrebbe considerarsi una "sorella minore" di quella che il legislatore del 2014, eliminando il divieto di voto plurimo e consentendo di mantenere le azioni "potenziate" anche dopo la quotazione, ha voluto incentivare:

³⁷ Il Comunicato è consultabile sul sito https://www.gruppobancasella.it/bsh/ufficio_stampa/comunicati/comunicati_archivio.jsp.

³⁸ Più nel dettaglio, l'aumento prevedeva l'emissione di massime 105.263.158 nuove azioni ordinarie: a chiusura del periodo di offerta in opzione, erano state sottoscritte 2.473.824 azioni per un controvalore complessivo di euro 2.820.159,36 e, poiché nessuno degli aventi diritto ha esercitato il diritto di prelazione sull'inoptato, tutte le restanti azioni sono state sottoscritte da terzi.

³⁹ Cfr. il Comunicato stampa del 5 ottobre 2015, consultabile sul sito https://www.gruppobancasella.it/bsh/ufficio_stampa/comunicati/comunicati_archivio.jsp.

all'esito della conversione e dell'aumento, Banca Sella non si è quotata ma, grazie allo strumento del voto plurimo, vede ora parte delle sue azioni negoziate tra soggetti non riconducibili alla *holding* di famiglia. Il carattere "rivoluzionario" della decisione è segnalato nello stesso verbale dell'assemblea, ove si legge che «l'operazione ha carattere di novità nella storia della Banca, per l'apertura del capitale a soci diversi dalla famiglia fondatrice e da quelli già soci di società acquisite e incorporate in Banca Sella».

Si potrebbe dunque concludere che il voto plurimo, per quanto sia identificabile come uno strumento di rafforzamento del controllo, spesso additato come strumento di "chiusura" delle società, possa al contrario essere funzionale ad un'"apertura" (seppur parziale) di alcune "roccaforti" societarie che, come Banca Sella, prima della riforma precludevano l'accesso al capitale a soggetti esterni mentre ora, usufruendo di tale strumento, possono acquisire nuove risorse senza rinunciare alla stabilità del controllo⁴⁰.

1.5. Segue. *Emissione di azioni a voto plurimo in sede di aumento di capitale.*

Tornando alle diverse modalità con cui è possibile procedere all'emissione di azioni a voto plurimo, si segnala che è pacificamente ammessa l'emissione di tali azioni mediante aumento gratuito del capitale sociale. Al fine di procedere entro i binari della liceità, tuttavia, sarà possibile deliberare (a maggioranza) un aumento gratuito così strutturato solo nel caso in cui il capitale sociale sia già rappresentato, anche solo in parte, da azioni a voto plurimo. Inoltre, l'emissione potrà

⁴⁰ Il Comunicato stampa del 18 dicembre 2015, con cui si annunciava il successo dell'aumento di capitale, riporta che l'obiettivo era quello di acquisire risorse per «continuare a crescere e rafforzare il modello di business della banca, investendo nell'innovazione digitale e sullo sviluppo dei tradizionali servizi d'eccellenza come il *private banking*, i sistemi di pagamento e i servizi digitali». Si precisa altresì che: «al fine di assicurare la stabilità del controllo e la continuità del tradizionale stile di gestione, caratterizzato da un profilo di rischio prudente, le nuove azioni sono ordinarie a voto singolo, mentre quelle dei già soci sono diventate a voto plurimo [...]. L'operazione, inoltre, ha comportato un ulteriore rafforzamento dei coefficienti patrimoniali, che erano già in linea con gli standard richiesti nel nuovo quadro europeo. Il Cet1 di Banca Sella stimato a fine 2015 in seguito all'aumento di capitale, infatti, risulta pari al 13,9%, in aumento rispetto all'11,13% del 30 giugno 2015, ampiamente superiore al requisito individuale minimo normativo oggi pari al 5,125%. Il Total Capital Ratio di Banca Sella stimato a fine 2015 dopo l'aumento di Capitale risulta pari a 18,65%, in aumento rispetto al 15,63% del 30 giugno 2015. Per effetto dell'aumento di capitale di Banca Sella e di altre operazioni straordinarie realizzate nel corso dell'anno, inoltre, il management stima, con le informazioni ad oggi disponibili, che il Cet1 a fine 2015 del Gruppo Banca Sella si attesterà al di sopra del 10,6%». Il Comunicato è consultabile sul sito www.gruppobancasella.it/bsh/ufficio_stampa/comunicati/comunicati_archivio.jsp.

avvenire esclusivamente in misura proporzionale, in quanto il disposto dell'art. 2442, comma 2, c.c., secondo cui «le azioni di nuova emissione devono avere le stesse caratteristiche di quelle in circolazione, e devono essere assegnate gratuitamente agli azionisti in proporzione di quelle da essi già possedute», è da considerarsi norma inderogabile⁴¹, fatto salvo esclusivamente il caso - secondo la prassi notarile - che consti il consenso unanime dei soci⁴².

Quanto all'emissione di azioni con potenziamento del voto in sede di aumento a pagamento del capitale sociale, la dottrina ha sollevato problemi interpretativi sia con riguardo all'aumento offerto in opzione ai soci, sia riguardo a quello deliberato con esclusione o limitazione di tale diritto.

In particolare, ci si è domandati se il primo dei due tipi di aumento comporti la necessità di approvazione da parte dell'assemblea speciale ai sensi dell'art. 2376 c.c., qualora il capitale sia rappresentato da più categorie di azioni, e se sussista il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g) c.c. in capo ai soci che non abbiano concorso all'approvazione della delibera di aumento.

In presenza di categorie di azioni diverse, la soluzione al problema dell'applicabilità dell'art. 2376 c.c. dipende dall'interpretazione più o meno restrittiva del concetto di "pregiudizio": solo abbracciando la teoria del c.d. diritto di mantenimento al rango, la delibera di emissione di azioni a voto plurimo richiederebbe l'approvazione da parte dei titolari di categorie di azioni dotate di diritto di

⁴¹ F. PLATANIA, *Commento sub. art. 2442 c.c.*, in AA.VV., *Società per azioni. Obbligazioni, bilancio, recesso, operazioni sul capitale (artt. 2410-2447)*, a cura di G. Lo Cascio, Milano, 6, 2003, 499 ss., spec. 509; F. GUERRERA, *Commento sub. art. 2442 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini - Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, II, 1181 ss. e G. MUCCIARELLI-G. STRAMPELLI, *Commento sub. art. 2442 c.c.*, in *Le società per azioni, Codice Civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa-G.B. Portale, Milano, 2016, II, 2665, ove maggiori riferimenti.

⁴² L'ammissibilità di un aumento gratuito non proporzionale, purché, tuttavia, consti il consenso unanime dei soci è sostenuta dal COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Aumento gratuito del capitale in misura non proporzionale. Massima n. H.G.20-settembre 2007*, in *Orientamenti del Comitato Triveneto dei notai in materia di atti societari*, Vicenza, 2017, 131, ove si afferma che «è legittimo, con il consenso di tutti i soci, deliberare l'aumento gratuito del capitale assegnando ai soci le azioni di nuova emissione in misura non proporzionale rispetto a quelle da essi già possedute (ovvero aumentando il valore nominale delle azioni in circolazione in misura non proporzionale), modificando in tal modo il previgente rapporto tra le partecipazioni azionarie detenute da ciascun socio. Il disposto dell'art. 2442, commi 2 e 3, c.c., è infatti applicabile alle sole delibere adottate a maggioranza».

voto, in quanto i medesimi «vedrebbero diminuita la loro possibilità di influire sulle delibere assembleari»⁴³.

Ancora più delicata - e discussa - è la sussistenza del diritto di recesso. Secondo numerosi interpreti l'emissione di azioni a voto plurimo sarebbe da ricomprendersi tra le «modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione» di cui alla lettera g) dell'art. 2437 c.c.⁴⁴, ma autorevole dottrina si è espressa in senso contrario⁴⁵.

La norma citata, a causa della sua ambigua formulazione, è stata oggetto di critiche fin dal suo stesso concepimento⁴⁶ ed è tuttora al centro di un acceso dibattito, in merito al quale, a fronte di numerosissimi contributi della dottrina⁴⁷, si è

⁴³ B. MASSELLA DUCCI TERI, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 629.

⁴⁴ M. LIBERTINI, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 246; ID., *Intervento*, in M. LIBERTINI - C. ANGELICI, *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, cit., 1; M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione un voto"*, cit., 921; P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, cit., 8. Riconoscono la sussistenza del diritto di recesso ma solo per le ipotesi di aumento del capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione, N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli*, cit., 15 e A. GENOVESE, *Introduzione delle azioni a voto plurimo e recesso*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 71.

⁴⁵ C. ANGELICI, *Intervento*, in M. Libertini-C. Angelici, *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, cit., 1; P. MONTALENTI, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 221; P. MARCHETTI, *Commento all'art. 20 del d.l. Competitività*, cit., 10.

⁴⁶ BORSA ITALIANA, *Osservazioni di Borsa Italiana s.p.a.*, in *Riv. Soc.*, 2002, 1564, spec. 1579: nelle osservazioni, presentate prima ancora che la riforma entrasse in vigore, fu anche già rilevato come la scelta del legislatore di esprimersi in termini di "diritti di voto" e - soprattutto - di "partecipazione" ponesse numerosi interrogativi in merito all'ambito di applicazione della norma; fu anche già rilevato il rischio che un'interpretazione estensiva di tale disposizione avrebbe rischiato di paralizzare importanti operazioni societarie, esponendole al "ricatto" di minoranze qualificate».

⁴⁷ La letteratura sul tema è estesissima. Senza pretesa alcuna di esaustività, sulla portata innovativa della riforma, R. WEIGMANN, *Luci e ombre del nuovo diritti azionario*, in *Società*, 2003, 279; P. MONTALENTI, *La riforma delle società di capitali: prospettive e problemi*, in *Società*, 2003, 342; P. MARCHETTI, *Alcuni lineamenti generali della riforma*, Relazione al Convegno di Firenze del 16 novembre 2002; R. RORDORF, *Il recesso del socio di società di capitali; prime osservazioni dopo la riforma*, in *Società*, 2003, 7, 923 ss. Per un quadro critico delle teorie sulla ratio del recesso si veda C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009, 99 ss., il quale ha definito l'impatto della nuova disciplina come una "rivoluzione copernicana", stante il «rovesciamento di prospettiva rispetto all'impostazione del codice del 1942» (C. FRIGENI, *op. ult. cit.*, 35). Più specificamente sull'interpretazione della tanto discussa lettera g) dell'art. 2437 c.c., cfr. C. GRANELLI, *Il recesso nelle società di capitali alla luce della riforma societaria*, in *Società*, 2004, 148; M. CALLEGARI, *Commento sub. artt. 2437-2437 sexies, c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, II, Bologna, 2004, 1427; V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 295; F. CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv. soc.*, 2005, 509; V. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, a cura di P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2007, 3, 240; M. VENTORUZZO, *Recesso e valore del-*

registrato un numero piuttosto scarso di casi giurisprudenziali⁴⁸. In sintesi, manca un indirizzo uniforme in merito all'individuazione del campo di applicazione del diritto di *exit*, che se per una buona parte della dottrina è confinato alle sole modificazioni “dirette”⁴⁹ dei diritti di voto, per altra dovrebbe estendersi anche alle modificazioni “indirette”⁵⁰.

Sul punto nemmeno la recentissima pronuncia della Suprema Corte⁵¹ - peraltro prima in assoluto in tema di recesso e diritti di voto - aiuta a risolvere i problemi interpretativi sopra prospettati. I giudici di legittimità, infatti, differenziando tra modifiche “dirette”, “indirette” e “di fatto”, riconoscono espressamente il diritto di recesso per le prime e lo negano per le ultime (ossia per quelle variazioni che modificano la posizione personale dell'azionista senza tuttavia incidere sui diritti incorporati nelle singole azioni di cui il medesimo è titolare, come ad esempio l'abbassamento dei *quorum* assembleari); invece, per le modifiche “indirette” (ossia quelle che, incidendo sui diritti di una categoria comportano ripercussioni an-

la partecipazione nelle società di capitali, Milano, 2012, 149; C. ANGELICI, *Sull'art. 2437, primo comma, lettera g) del c.c.*, in *Riv. not.*, 2014, I, 865 ss.; G. MARASÀ, *Commento sub. artt. 2437 ss. c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, a cura di d'Alessandro, II, Padova, 2011, 784; N. ATLANTE, *Brevi appunti sull'art. 2437 c.c. primo comma lettera G c.c.*, in *Riv. not.*, 2016, 1083; M. STELLA RICHTER JR., *Parere sul punto g) dell'art. 2437 c.c. (e su altre questioni meno misteriose)*, in *Riv. not.*, 2017, 394.

⁴⁸ Oltre alla recente pronuncia della Suprema Corte - su cui *infra*, nota 51 -, si registrano solamente App. Napoli, 21 dicembre 2011 (che negò il recesso per una modifica dei *quorum*. La pronuncia è inedita ma richiamata da U. MACRÌ, *Il recesso del socio nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata*, in *Società*, 2016, I, 98); Trib. Roma, 21 gennaio 2013, in *Foro pad.*, 2013, I, 477 ss.; Trib. Roma, 30 aprile 2014, disponibile sul sito www.giurisprudenzadelleimprese.it (che negò che potesse legittimare al recesso una delibera di innalzamento delle soglie necessarie per la presentazione di liste di candidati nel meccanismo del voto di lista) e Trib. Milano, 31 luglio 2015, in *Giur. comm.*, 2017, I, 177, con nota di VENTORUZZO (ancora in tema di voto di lista).

⁴⁹ V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, cit., 295; ASSONIME, *Il diritto di recesso nella società per azioni*, Circolare del 22 dicembre 2005, n. 68, in *Riv. soc.*, 2005, 1396; G. MARASÀ, *Commento sub. artt. 2437 ss. c.c.*, cit., 784; C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, cit., 184-186; P. PISCITELLO, *Commento sub. art. 2437 c.c.*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, II, Milano, 2016, 2502. In tal senso anche CONSIGLIO NOTARILE DI ROMA, *Recesso del socio di Spa ex art. 2437, primo comma, lett. g.*, pubblicata su *Riv. not.*, 2013, 1087.

⁵⁰ P. BUTTURINI, *Le fattispecie legali di recesso introdotte dalla riforma delle società di capitali*, in *Contratto e impresa*, 2008, 375; A. DACCÒ, *Il recesso nelle S.p.a.*, in *Le nuove S.p.a.*, diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, II, Bologna, 2010, 1414; M. VENTORUZZO, *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*, cit., 1064; M. LIBERTINI, in M. LIBERTINI-C. ANGELICI, *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, cit., 1.

⁵¹ Cass., 1 giugno 2017, n. 13875, in *Notariato*, 2017, 4, 445 e in *Società*, 2018, I, 13, che ha concluso per l'insussistenza del diritto di recesso in seguito ad una delibera di abbassamento dei *quorum* assembleari, in quanto si tratterebbe di una modifica di “mero fatto” del diritto di voto.

che sui diritti incorporati nelle azioni di altra categoria), si limitano a rimanere “possibilisti”, affermando che, per legittimare il recesso, occorrerebbe che «la delibera vada a toccare senz’altro direttamente, e forse anche indirettamente [...], il diritto di voto o di partecipazione»⁵².

Cercando di leggere tra le righe di una conclusione solo parziale della Corte (giustificata in base al fatto che una presa di posizione sul punto avrebbe costituito un “inopportuno *obiter*”), non si potrebbe escludere una divaricazione tra l’orientamento della dottrina prevalente (volta ad escludere il diritto di recesso per tutte le modifiche “non dirette”⁵³) e le - implicite - conclusioni dei giudici di legittimità, che sembrerebbero ammettere la sussistenza del diritto di *exit* sia per le variazioni dirette dei diritti di voto, sia per quelle indirette (escludendolo, dunque, solo per quelle di fatto).

Ora, in attesa di una nuova pronuncia che chiarisca tale aspetto - e senza attribuire all’inciso sopra riportato un significato maggiore di quello suo proprio - sembrerebbe maggiormente coerente con l’interpretazione restrittiva invocata dagli stessi giudici di legittimità concludere per la limitazione del diritto di recesso alle sole variazioni dirette dei diritti di voto, escludendolo, quindi, non solo per le modifiche “di fatto” ma anche per quelle “indirette”. Del resto, è la stessa Suprema Corte ad affermare che «una lettura in senso ampio della lettera g) in esame, già solo con riguardo alle modificazioni dello statuto "concernenti i diritti di voto", si estenderebbe ad un numero non solo vasto, ma anche indeterminato di possibili combinazioni. Il che, pare alla Corte, è esattamente l'opposto di quanto voluto dal legislatore, attraverso la creazione di una dettagliata disciplina volta a costruire un adeguato equilibrio dell'interesse della società a circoscrivere l'ambito del recesso e dell'interesse del socio a vedere ampliata la possibilità di disinvestimento».

A prescindere dai tentativi classificatori, dunque, per quanto la creazione di una categoria di azioni a voto plurimo comporti la “diluizione” del “peso” di quelle ordinarie, qualora si proceda all’emissione delle azioni in sede di aumento di

⁵² Paragrafo 2.4.3., ultimo capoverso della predetta sentenza.

⁵³ Si ricorda che la maggior parte dei contributi in dottrina suddivide le modifiche dei diritti di voto esclusivamente tra dirette e indirette, mentre per la Corte di legittimità le “modificazioni indirette” rappresenterebbero un insieme più ristretto di quello identificato dalla dottrina con la medesima locuzione, data la tripartizione tra modifiche dirette, indirette e di fatto.

capitale, l'operazione porterebbe solo ad una lesione del c.d. "diritto al rango"⁵⁴ ma i soci troverebbero idonea protezione nel diritto di opzione (oltre al presidio dell'abuso di maggioranza qualora se ne verificassero i presupposti⁵⁵).

Alla luce di tali considerazioni risulta particolarmente delicata l'emissione di azioni a voto plurimo mediante un aumento di capitale deliberato a maggioranza e riservato ad alcuni soci o a terzi: escluso il diritto di opzione, a tutela dei soci preesistenti rimarrebbero solo le regole sulla determinazione del sovrapprezzo che, tuttavia, costituiscono «un rimedio certo parziale e raramente efficace e, in ogni caso, destinato ad operare sul solo piano patrimoniale e non anche su quello, ben più rilevante in una società chiusa, di natura amministrativa»⁵⁶. Non stupisce, dunque, che alcuni Autori abbiano negato *in nuce* la legittimità di una simile operazione⁵⁷, mentre coloro che la ammettono, oltre a segnalare la necessità che il sovrapprezzo debba tener conto non solo del patrimonio netto ma anche del valore conseguente al voto plurimo, ritengono necessario riconoscere in capo ai soci che non concorrano alla deliberazione il tanto discusso diritto di *exit*⁵⁸.

1.6. Estensione del voto plurimo a tutte le azioni. Profili di opportunità.

Già nel 1925 lo Scialoja si era dichiarato favorevole ad un sistema che, invece di fissare una percentuale massima di capitale sociale rappresentato da azioni a voto plurimo, imponesse un limite al numero di voti attribuibili per ogni azione, sostenendo che così si sarebbe creato uno schema meno rigido e più adattabile alle

⁵⁴ Sul diritto al rango, cfr. per tutti C. COSTA, *Le assemblee speciali*, cit., 501 ss.

⁵⁵ Così conclude P. MARCHETTI, *Commento all'art. 20 del d.l. Competitività*, cit., 10.

⁵⁶ L.A. BIANCHI, *Operazioni straordinarie, maggiorazione del voto e azioni a voto plurimo*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 118.

⁵⁷ L.A. BIANCHI, *op. loc. ultt. citt.*; C.F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 806 e, limitatamente al caso in cui l'aumento sia offerto non ad terzi ma ad alcuni soci, anche N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli*, cit., 15.

⁵⁸ N. ABRIANI, *op. loc. ultt. citt.*; P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, cit., 7; A. GENOVESE, *Introduzione delle azioni a voto plurimo e recesso*, in AA.VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 76-77; E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 2351, comma 4, c.c.*, cit., 585.

diverse circostanze⁵⁹. In tal senso si è orientato anche il legislatore del 2014 che, stabilendo che ogni azione possa attribuire fino ad un massimo di tre voti, non pone limite alcuno alla frazione di capitale sociale rappresentata da tali azioni privilegiate.

A fronte del silenzio da parte delle norme, non si registrano in dottrina opinioni contrarie alla possibilità che il capitale sociale sia integralmente rappresentato da azioni a voto plurimo, in quanto il limite della metà del capitale sociale di cui all'art. 2351, comma 2, c.c., riferito alle azioni senza voto o con voto limitato, non si ritiene applicabile analogicamente alle azioni che incorporano un diritto di voto potenziato⁶⁰.

Le argomentazioni a sostegno di tale interpretazione si muovono, in primo luogo, dalla lettera della norma e, più precisamente, dalla mancata riproposizione del limite di cui al comma 2 dell'art. 2351 c.c. al successivo comma 4, che disciplina le azioni a voto plurimo, rispetto alle quali il legislatore ha espressamente posto come unico limite l'attribuzione di un massimo di tre voti per ogni azione.

Da un punto di vista sistematico, inoltre, considerata la tendenza all'atipicità della partecipazione azionaria e in considerazione dell'ampia autonomia statutaria che anima la riforma qui in commento, risulta difficile interpretare analogicamente un limite posto espressamente solo per un tipo di categoria azionaria⁶¹.

⁵⁹ In particolare, lo Scialoja sottolineò che garantendo ampia libertà nel determinare il numero delle azioni privilegiate in rapporto alle azioni ordinarie si sarebbe ottenuto il «vantaggio di lasciare libertà di scelta, a chi voglia assicurarsi il dominio della società, tra la creazione di un rilevante numero di azioni privilegiate in rapporto alle azioni ordinarie, o l'indispensabile possesso di una parte di queste insieme con quelle» (A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, cit., 781).

⁶⁰ P. MARCHETTI, *Commento all'art. 20 del d.l. Competitività*, cit., 5; N. ABRANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli*, cit., 11; P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, cit., 8.

⁶¹ Sulla necessità della sussistenza di azioni "ordinarie", si ricorda la posizione di C. ANGELICI, *Le azioni*, cit., 67, il quale si è espresso a favore di una «necessità indefettibile che almeno alcune delle partecipazioni azionarie presentino contenuti corrispondenti a quelli tipizzati dal legislatore e che quindi, per converso, solo parte di esse [...] esprima posizioni divergenti rispetto a tali contenuti». Detto orientamento è ritenuto ormai superato da M. NOTARI, *Commento sub. art. 2348 c.c.*, cit., 159 ss., il quale afferma che «la presenza di una categoria di azioni 'ordinarie', qualora vi siano due o più categorie di azioni, rappresenta il frutto di una scelta rimessa - anch'essa - all'autonomia statutaria, e dipende dalla circostanza (non necessaria) che una delle categorie di azioni non abbia variante alcuna rispetto a quanto derivante dalla disciplina suppletiva e derogabile del tipo di società per azioni. Al di là di ciò, la qualificazione in termini di azioni 'ordinarie' risponde ad esigenze meramente descrittive e classificatorie».

L'unica via per ammettere l'interpretazione analogica del limite della metà del capitale sociale consisterebbe nel considerare le azioni a voto plurimo come "situazioni simili" alle azioni senza voto, ma non si è espressa in tal senso nemmeno la dottrina secondo la quale la tecnica del voto plurimo consentirebbe di alterare gli equilibri assembleari in misura non diversa da quanto poteva già avvenire con le azioni senza diritto di voto. Più precisamente, si è sostenuto che la titolarità di azioni a voto plurimo garantirebbe (agli azionisti "privilegiati") lo «stesso risultato pratico in termini di potere» ottenibile dagli azionisti "ordinari" in una società che abbia emesso un determinato numero di azioni senza voto⁶². Sul punto si ritiene ancora necessario segnalare che appare maggiormente condivisibile la dottrina che, diversamente da quanto appena riportato, non ritiene equiparabili, nemmeno quanto agli effetti, azioni a voto plurimo e senza voto, attribuendo quindi alla riforma del 2014 una portata più incisiva⁶³.

Infine, a sostegno della non applicabilità alle azioni a voto plurimo del limite di cui al secondo comma dell'art. 2351 c.c., è ancora possibile osservare come l'attribuzione del voto potenziato a tutti gli azionisti, strumentale ad

⁶² C. ANGELICI, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 216, il quale tuttavia rileva che il ricorso al voto plurimo (rispetto alle azioni senza voto) risulti più "garantista" per gli azionisti destinati a rimanere in minoranza (poiché, titolari di azioni ordinarie, godono del diritto di partecipare all'assemblea e di tutte le tutele ad esso connesse, come ad esempio la possibilità di impugnare le delibere ai sensi dell'art. 2377 c.c. (diritti invece preclusi agli azionisti privi del diritto di voto).

⁶³ M. LIBERTINI, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 246. In una società che abbia emesso azioni senza voto fino al limite massimo, per avere il controllo di diritto è necessario detenere la metà più una delle azioni con diritto di voto singolo (corrispondente al 25% più un'azione del capitale sociale) e, quindi, effettuare un investimento pari alla metà del capitale dotato di diritto di voto. Invece, in una società che - in luogo delle azioni senza voto - abbia emesso azioni a voto plurimo, per avere il controllo basterà - come sopra - essere titolari del 25% di azioni privilegiate (più un'azione ordinaria), ma senza che questo abbia comportato un investimento pari alla maggioranza delle azioni con diritto di voto: in presenza di azioni ordinarie (per il 75% del capitale) e a voto plurimo (per il restante 25%) il titolare delle azioni a voto potenziato rimane titolare del controllo a fronte di 75% di azioni, che, pur attribuendo il diritto di voto, sono destinate a rimanere in minoranza). Conformi V. CALANDRA BUONAURA, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 252 e P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, cit., 5, il quale inoltre sottolinea che la proposta di riforma avente ad oggetto l'aumento della percentuale massima di capitale rappresentato da azioni senza voto (alternativa all'introduzione nel nostro ordinamento di azioni a voto plurimo), non avrebbe portato agli stessi risultati, anche in considerazione della scarsa attrattiva sul mercato delle azioni senza voto (scarsa attrattiva peraltro confermata dai dati riportati in CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2017, consultabile sul sito [www.consob.it/web/area-pubblica/rapporto-sulla-corporate-governance.](http://www.consob.it/web/area-pubblica/rapporto-sulla-corporate-governance), spec. tab. 1.14. I casi qui esaminati fanno riferimento agli effetti di una scelta alternativa tra azioni senza voto e a voto plurimo, ma si anticipa che è considerata legittima la combinazione dei due strumenti: sul punto si veda *infra* Cap. III, par. 3.7.

un'operazione di c.d. “*going public*”, risulti perfettamente in linea con uno degli scopi che la stessa riforma si propone, ossia l'incentivazione della quotazione di imprese. Come sottolineato da un Autore in particolare, infatti, l'attribuzione della maggiorazione del voto a tutte le azioni «potrebbe essere deliberata in funzione di una futura quotazione nella quale i soci fondatori siano destinati a conservare le azioni [...] a voto plurimo, emettendo e offrendo al mercato, per contro, azioni ordinarie»⁶⁴. Si richiama, in merito, quanto sopra analizzato in merito alla Banca Sella S.p.A., che, convertendo le azioni preesistenti in azioni a voto plurimo ed emettendone di ordinarie destinate alla negoziazione, ha acquisito lo status di emittente diffuso.

Le opportunità offerte dal legislatore della riforma del 2014 non devono tuttavia considerarsi limitate alle sole ipotesi di società prossima alla quotazione in mercati regolamentati: è ben possibile che, pur in assenza di prospettive di quotazione, il capitale sociale sia rappresentato integralmente da azioni a voto plurimo, distinte in più categorie, al fine di meglio soddisfare interessi diversi dei soci⁶⁵; oppure ancora che sia rappresentato da azioni a voto plurimo che si convertano in ordinarie al momento del loro trasferimento, così da rafforzare, in un'ottica di “fidelizzazione”, la posizione di quei soci che decidano di rimanere tali⁶⁶.

⁶⁴ N. ABRIANI, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 247. Dubita, invece, sui profili di opportunità - ma non anche di legittimità - di una simile scelta statutaria U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 21.

⁶⁵ M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio*, cit., 275. Esplicito sul punto l'orientamento del CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, *Orientamento 46/2014. Categorie di azioni a voto plurimo differenziato*, in *Orientamenti dell'Osservatorio sul Diritto Societario*, Milano, 2016, 93, che afferma: «E' legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata che riconosca a diverse categorie di azioni un diritto di voto plurimo, differenziandolo in relazione alle materie all'ordine del giorno (dividendo il capitale, ad es., in azioni di categoria B, con diritto di voto plurimo sulle delibere di nomina e revoca del collegio sindacale e di approvazione di specifiche operazioni sottoposte all'autorizzazione assembleare, ex art. 2364, n. 5, c.c., e in azioni di categoria A, con diritto di voto plurimo su tutte le altre deliberazioni da assumersi in sede ordinaria, riconoscendo infine a tutte le azioni un diritto di voto ordinario per le deliberazioni dell'assemblea straordinaria)».

⁶⁶ ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, cit., 484.

1.7. *Modulazione del voto tra limiti legali (contenuti) e ampia autonomia statutaria.*

Alla luce di quanto sopra esposto in merito alla non applicabilità del limite di cui al comma 2 dell'art. 2351 c.c., l'unico confine posto all'autonomia statutaria dal legislatore in merito all'emissione di azioni a voto plurimo è costituito dal tetto massimo di tre voti che ogni azione può attribuire.

Lo stesso articolo sopra citato si limita ad ammettere - in via generale - che il voto plurimo possa essere riservato a singoli argomenti o sottoposto al verificarsi di condizioni non meramente potestative, ma dottrina e prassi notarile hanno risposto quasi sempre in modo positivo agli interrogativi circa la liceità di diverse soluzioni che, anche se non esplicitate nelle norme, trovano la loro ammissibilità in forza del principio di autonomia statutaria⁶⁷: si reputa ad esempio legittima la modulazione del voto secondo una misura decimale⁶⁸, così come è ammessa, in tema di condizioni, la moltiplicazione del voto secondo le c.d. “*sunrise*”⁶⁹ e “*sunset clauses*”⁷⁰.

Su quest'ultimo punto, almeno tre sono i profili che meritano una riflessione. In primo luogo, la possibilità di sottoporre la moltiplicazione del voto al verificarsi di una determinata condizione, idonea a verificarsi più volte nel tempo, sembra consentire anche la creazione di azioni con diritto di voto plurimo «ad intermittenza»⁷¹, rispetto alle quali la personalizzazione - pur rimanendo nei confini della nozione di categoria azionaria - è massima.

⁶⁷ Per alcuni esempi di argomenti cui circoscrivere la moltiplicazione del voto, si veda CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, *Orientamento 46/2014*, cit., 93; ID., *Orientamento 47/2014. Categorie di azioni a voto plurimo e nomina delle cariche sociali*, *ivi*, 94, da cui emerge la possibilità di stabilire il potenziamento del voto per le sole delibere di nomina e revoca del collegio sindacale e degli amministratori o per quelle di approvazione di specifiche operazioni sottoposte all'autorizzazione assembleare, ai sensi dell'art. 2364, n. 5, c.c. Cfr. anche M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio “un'azione un voto”*, cit., 954.

⁶⁸ ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, cit., 486; B. MASSELLA DUCCITERI, *Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 469, spec. nt 9. *Contra* A. BUSANI-M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si “pesano”*, cit., 1053, nt. 16.

⁶⁹ N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli*, cit., 8, che richiama C.M. BIANCA, *Diritto civile*, III, *Il contratto*, Milano, 1987, 512 ss.

⁷⁰ P. MONTALENTI, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 224, il quale porta l'esempio di azioni che «perdono il ‘privilegio’ al ricorrere di determinati eventi, ad esempio il mancato raggiungimento di target economici».

⁷¹ ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, cit., 487.

In secondo luogo, non possono essere tralasciati i dubbi della dottrina concernenti l'individuazione dei soggetti legittimati al controllo del verificarsi - o meno - delle condizioni sopra citate: in assenza di un'espressa previsione statutaria, il relativo compito si ritiene debba spettare al presidente dell'assemblea, in ragione dei poteri a lui spettanti ai sensi dell'art. 2371 c.c., operando anche sulla base delle informazioni ricevute dall'organo di amministrazione⁷².

Si reputa infine necessario soffermarsi su un particolare modo di atteggiarsi del voto plurimo sottoposto a condizione sospensiva, qualora oggetto della condizione sia il possesso del titolo per un determinato periodo di tempo, in parallelo a quanto previsto per le società quotate all'art. 127-*quinquies* TUF. Sebbene autorevole dottrina si sia espressa in senso dubitativo circa l'opportunità di una simile clausola⁷³, l'orientamento maggioritario della dottrina⁷⁴ e la prassi⁷⁵ sono orientate

⁷² Cfr. N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli*, cit., 9. Cfr. anche F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari*, cit., 96 e A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.* 2003, 1294. Cfr. anche A. ANGELILLIS-M.L. VITALI, *Commento sub. art. 2351 c.c.*, cit., 424.

⁷³ P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 454; M. CIAN, *Capitale, proprietà, controlli: un nuovo "restyling" per le società di capitali (in margine alle modifiche al codice civile introdotte dal d.l. n. 91/2014, conv. con legge n. 116/2014)*, in *Studium iuris*, 2014, 11, 1261 e C. ANGELICI, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 220-221, il quale si esprime non in termini di illiceità quanto in termini astratti, sulla base della considerazione che nelle società chiuse la partecipazione rileva in base all'appartenenza ad una categoria, mentre in quelle aperte in base ai comportamenti degli attori del mercato e, quindi, degli investitori.

⁷⁴ P. MONTALENTI, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 224; M. LIBERTINI, *ivi*, 246; M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio*, cit., 276; B. MASSELLA DUCCI TERI, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 631; U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 25; N. ABRIANI, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 247, il quale propone un'ulteriore variante di voto plurimo, volta a incentivare una "fedeltà prospettica" attraverso l'emissione di una categoria di azioni dotate di voto plurimo rinunciabile a ogni assemblea e intrasferibili per un determinato tempo nel caso in cui si usufruisca della maggiorazione del voto.

⁷⁵ CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, *Orientamento 48/2014. Categorie di azioni a voto plurimo fidelizzanti*, in *Orientamenti dell'Osservatorio sul Diritto Societario*, Milano, 2016, 95, che ha precisato quanto segue: «E' legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata che riconosca ad una categoria di azioni il diritto di voto plurimo, subordinandolo alla condizione che i titolari di tali azioni abbiano conservato continuamente il possesso delle stesse per un arco temporale minimo, la cui durata è liberamente determinabile dallo statuto. E' legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata che, nel riconoscere ad una categoria di azioni il diritto di voto plurimo, contempli il diritto dei titolari di tali azioni di rinunciare al voto plurimo in occasione di ogni assemblea, prevedendo che, in caso di mancata rinuncia, le azioni per le quali sia stato esercitato il diritto di voto plurimo siano intrasferibili per un certo arco temporale, decorrente dalla data dell'assemblea, la cui durata non può superare cinque anni. E' legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata che, nel riconoscere il diritto di voto plurimo ad una categoria di azioni, preveda la loro conver-

per la soluzione positiva, ossia per la liceità dell'emissione di azioni aventi le caratteristiche delle c.d. *loyalty shares* proprie del sistema della società quotate. Tale "parallelismo" richiede, tuttavia, una triplice precisazione: *in primis*, il meccanismo sarebbe pienamente assimilabile al voto maggiorato solo nel caso in cui tutte le azioni che rappresentano il capitale della società attribuissero il voto plurimo sotto la condizione sospensiva del possesso continuato in capo ad un determinato soggetto (qualora, invece, solo una parte delle azioni attribuisse tale diritto, esse formerebbero una categoria di azioni, elemento che le distinguerebbe dalle *loyalty shares* tipiche delle società quotate).

Inoltre, poiché le società non quotate godono di maggiore autonomia nella conformazione delle azioni a voto plurimo, sarebbe possibile giungere fino alla triplicazione del voto e ridurre il periodo necessario per la "fidelizzazione" al di sotto dei due anni (a differenza di quanto previsto in materia di società quotate, per le quali non possono essere superati i limiti dei due voti per azione e dei due anni per il periodo di appartenenza)⁷⁶.

Il terzo - e forse più delicato - profilo riguarda, infine, la liceità stessa di sottoporre il voto plurimo alla condizione avente ad oggetto il possesso continuato delle azioni per un arco predefinito di tempo. È necessario in altre parole verificare se il voto plurimo "fidelizzante" - e quindi necessariamente legato al comportamento dei singoli soci, che potranno decidere se mantenere il possesso delle azioni e così conseguire il beneficio, oppure alienarle e perderlo - concreti una violazione dell'art. 2351, comma 4, c.c. nella parte in cui ammette che il voto plurimo sia subordinato al verificarsi di particolari condizioni, purché «non meramente potestative».

Sul punto, la dottrina che ha escluso - benché sempre in termini dubitativi - che tutto o anche solo parte del capitale di una società "chiusa" possa essere rap-

sione in azioni senza voto in caso di alienazione delle stesse; lo statuto dovrà, in tal caso, prevedere appositi meccanismi diretti a garantire che almeno la metà delle azioni sia rappresentato da azioni a voto unitario o plurimo».

⁷⁶ Si segnala ancora che, essendo possibile mantenere le azioni a voto plurimo emesse prima delle negoziazioni in un mercato regolamentato anche dopo la quotazione (come meglio approfondito *infra* al paragrafo 1.8.), una società, ancorché quotata, potrebbe godere del meccanismo della "fidelizzazione atipica" - ossia con triplicazione del voto e *vesting period* inferiore a due anni - per tutte le azioni o solo per una categoria di esse, purché prima dell'inizio delle negoziazioni abbia strutturato il capitale sociale in modo che fosse rappresentato - integralmente o in parte - da azioni dotate di tali caratteristiche.

presentato da azioni con voto plurimo “fidelizzante”, sembra invero basarsi più su considerazioni di carattere sistematico che non sull’identificazione della condizione come “meramente potestativa”: si fa leva sul fatto che il voto maggiorato sia stato unicamente riferito alle società “aperte”⁷⁷ e che non sia possibile dare rilievo ad elementi soggettivi in un sistema che si ancora all’oggettivizzazione del titolo⁷⁸. Al fine di indagare la liceità della condizione è necessario dunque richiamare l’analogo limite già dettato dal legislatore al secondo comma dell’art. 2351 c.c., rispetto al quale in dottrina si è sottolineato come il voto non possa dipendere «dall’esclusivo arbitrio di un soggetto (un socio, un gruppo di soci o, al limite, un terzo estraneo alla società) o di un organo societario, e rientri nello schema *si volam, si voluero*»⁷⁹: gli esempi concreti riportati si riferiscono principalmente a eventi che riguardano la vita della società o all’andamento dei mercati⁸⁰, anche se non mancano esempi di condizioni riferite a situazioni “soggettive”, quale «il fatto di conferire alla società *assets* strategici entro un determinato arco temporale»⁸¹ o il mancato trasferimento delle azioni⁸². Particolarmente approfondita in merito a

⁷⁷ C. ANGELICI, *op. loc. ultt. citt.* e P. MARCHETTI, *op. loc. ultt. citt.*, il quale rileva come la stessa norma speciale limiti testualmente la previsione del maggiorato alle non quotate «nel corso del procedimento di quotazione», elemento in forza del quale è possibile escludere il meccanismo delle *loyalty shares* nelle società non quotate.

⁷⁸ M. CIAN, *op. loc. ultt. citt.*

⁷⁹ A. ANGELILLIS-M.L. VITALI, *Commento sub. art. 2351 c.c.*, cit., 424. Conformi anche F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari*, cit., 94 ss.; M. LIBERTINI-A. MIRONI-P.M. SANFILIPPO, *Commento sub. art. 2351 c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, a cura di d’Alessandro, II, Padova, 2010, 273 e U. TOMBARI, *Commento sub. art. 2351 c.c.*, in *Le società per azioni. Codice Civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa-G.B. Portale, I, Milano, 2016, 558.

⁸⁰ Si ricordino, tra i possibili eventi condizionanti, «il mancato conseguimento di utili privilegiati» (M. LIBERTINI-A. MIRONI-P.M. SANFILIPPO, *op. loc. ultt. citt.*; cita tale esempio anche U. TOMBARI, *op. loc. ultt. citt.*) e «il trasferimento della partecipazione di controllo o la promozione di un’offerta pubblica di acquisto» (N. ABRIANI, *Commento sub. art. 2351 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino-G. Bonfante-O. Cagnasso-P. Montalenti, I, Bologna, 2004, 315 e, più recentemente, ID., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli*, cit., 8-9. Cfr. anche M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società: lezioni sulla riforma e modelli statutari*, a cura di Consiglio notarile di Milano, Scuola del notariato della Lombardia, FederNotizie, Milano, 2003, 62 ss.). È qualificabile, invece, come “meramente potestativa” la condizione che sottoponga il voto ad una delibera in tal senso del consiglio di amministrazione (A. ANGELILLIS-M.L. VITALI, *op. loc. ultt. citt.*).

⁸¹ A. ANGELILLIS-M.L. VITALI, *op. ult. cit.*, 429.

⁸² F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari*, cit., 95, il quale, a ben vedere, classifica la condizione «che le azioni non siano state trasferite o vincolate» tra quelle che ineriscono *all’azione* e non tra quelle - secondo l’Autore, parimenti lecite - che si riferiscono *alla per-*

quest'ultimo aspetto è l'analisi di un Autore che si è interrogato sulla liceità della limitazione del voto collegata all'entità del possesso azionario, prendendo le istanze dall'interpretazione civilistica della potestà non mera⁸³ e adattando la *ratio* dell'art. 1355 c.c. all'ambito societario: secondo l'Autore le condizioni che abbiano ad oggetto *comportamenti volontaristici* dei soci sono lecite purché siano fissati in statuto i «criteri oggettivi» dai quali far dipendere il voto. In assenza dei medesimi, infatti, il socio potrebbe modificare unilateralmente la struttura azionaria, alterando «l'ordine di ripartizione delle competenze stabilito dalla legge». Qualora, invece, siano indicate in modo definito le condizioni cui è sottoposto il voto, «la società oppure i singoli soci possono adoperarsi per adeguare la realtà esterna alla condizione definita nello statuto, partecipando tramite comportamenti volontari all'avveramento della situazione assunta quale evento condizionante»⁸⁴. Applicando i medesimi criteri, la condizione “fidelizzante” che subodina il voto plurimo ad una scelta volontaria del socio, sembrerebbe potersi qualificare come “*solamente*” - e non *meramente* - *potestativa* (dunque, lecita), fintantoché in statuto sia disciplinato e definito il *vesting period* necessario per la moltiplicazione del voto e siano indicate nel dettaglio le cause che ne comportano la perdita.

Sembra allora potersi superare ogni eventuale obiezione circa la legittimità della condizione oggetto di esame e sposare quella corrente dottrinale⁸⁵ che, forte del principio di autonomia statutaria e dell'assenza di divieti normativi espliciti sul punto, ammette la possibilità di legare la moltiplicazione del voto ad un mec-

sona del socio portatore dell'azione (tra le quali è ricompresa, ad esempio, l'appartenenza ad un dato gruppo familiare).

⁸³ G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 72 ss, il quale afferma che, in base al concetto di *potestà non mera* vigente in materia contrattuale, l'evento condizionante avente ad oggetto il superamento di un dato possesso azionario è potestativo «perché è comunque riconducibile alla scelta individuale del socio in ordine al numero di azioni da possedere, *ma non è qualificabile come meramente potestativo*, perché non si risolve in una pura manifestazione di volontà, ma si ricollega a un elemento di carattere oggettivo (il possesso azionario)». Sulla condizione potestativa, cfr. fra tutti C.M. BIANCA, *Diritto civile*, III, *Il contratto*, Milano, 1987, 519 ss. e, in giurisprudenza, Cass., Sez. II, 21 maggio 2007, n. 11774, *Giust. civ. mass.*, 5, ove si afferma che «la condizione è “meramente potestativa” quando consiste in un fatto volontario il cui compimento o la cui omissione non dipende da seri o apprezzabili motivi, ma dal mero arbitrio della parte, mentre è “potestativa” quando la volontà del debitore dipende da un complesso di motivi connessi ad apprezzabili interessi che, pur essendo rimessi all'esclusiva valutazione di una parte, agiscono sulla sua volontà determinandola in un certo senso». Conforme anche Cass, Sez. III, 16 gennaio 2006, n. 728, in *Giust. civ. mass.*, 2006, 3.

⁸⁴ G.P. LA SALA, *op. ult. cit.*, 78.

⁸⁵ Si vedano *supra* in questo paragrafo, note 74-75.

canismo analogo a quello delle *loyalty shares*, sia esso previsto per tutto il capitale sociale o riservato ad una sola categoria di azioni.

Alla luce di quanto sopra, risulta dunque condivisibile la teoria sostenuta da parte della dottrina secondo cui la molteplicità di varianti tra cui poter scegliere può trovare il suo unico limite nella tendenza degli investitori a preferire soluzioni standardizzate, soprattutto nella conformazione del rapporto tra potere e rischio che, a seconda di come strutturato nella singola società, determina i rapporti di forza tra gli attori in gioco all'interno della stessa. Ne consegue che le realtà più piccole e con azionariato ristretto potranno essere più libere di colorare la conformazione del voto plurimo con l'estrema varietà di soluzioni ammesse dal nostro ordinamento. Al contrario, quelle realtà caratterizzate da un azionariato maggiormente diffuso e più attente alle esigenze di investitori terzi - e, quindi, presumibilmente, quelle che, secondo la ratio della riforma, dovrebbero essere più interessate all'introduzione del voto plurimo - si trovano una tavolozza più limitata non tanto a causa di limiti legislativi (che, come dimostrato, sono più che contenuti), quanto, piuttosto, per esigenze del mercato⁸⁶.

1.8. Il voto plurimo nelle società quotate.

La riforma del 2014 ha impostato la disciplina del voto più che proporzionale secondo una struttura a “doppio binario”, consentendo alle società non quotate di ricorrere al voto plurimo (diritto idoneo a “far categoria”, per il quale è previsto un limite di tre voti per ogni azione) e alle quotate di adottare il voto maggiorato (diritto “personale” del socio, attribuibile in ragione dell'appartenenza continuata delle azioni in capo ad un medesimo soggetto, quale “premio di fedeltà” e con un limite massimo di due voti).

Il differente campo di applicazione dei due strumenti emerge dal combinato disposto degli artt. 2351 c.c. e 127-*sexies* TUF: il primo ammette la creazione di azioni a voto plurimo facendo salve le disposizioni di leggi speciali e il secondo stabilisce - per le società quotate - che «in deroga all'articolo 2351, quarto comma,

⁸⁶ Per i rischi connessi ad assetti di potere percepiti come subottimali, si veda P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, cit., 10.

del codice civile, gli statuti non possono prevedere l'emissione di azioni a voto plurimo».

Tuttavia, se il primo comma dell'art. 127-*sexies* TUF permette alle società quotate di far ricorso al solo voto maggiorato e non anche al plurimo, il comma immediatamente successivo prevede una rilevante eccezione alla regola, consentendo ad una la società che abbia emesso azioni a voto plurimo anteriormente all'inizio delle negoziazioni la possibilità di mantenere le caratteristiche e i diritti di quella categoria di azioni anche una volta assunta la “veste” di quotata.

L'effetto - e lo scopo - di tale previsione è quello di garantire una posizione di netto vantaggio per i soci che, godendo del voto più che proporzionale prima della quotazione, sono legittimati a mantenerlo anche successivamente alla stessa, senza attendere il decorso di alcun periodo di “fedeltà” (come invece sarebbe ordinariamente previsto secondo il modello delle *loyalty shares*) e potendo esercitare fino a tre voti per azione (anziché essere limitati al “solo” voto doppio che, come si vedrà meglio *infra*, è il limite massimo della maggiorazione ai sensi dell'art. 127-*quinquies* TUF)⁸⁷.

Poiché il voto plurimo costituisce (e continua a costituire, anche dopo l'inizio delle negoziazioni nei mercati regolamentati) un “diritto di categoria”, la società ormai quotata, adottando una struttura *dual class*, potrebbe quotare le sole azioni ordinarie, mantenendo invece in portafoglio quelle a voto potenziato, in modo tale da consentire ai soci (presumibilmente fondatori) di vendere o emettere più azioni ordinarie senza tuttavia perdere il controllo della società stessa. La *ratio* della norma è stata per l'appunto individuata nel tentativo del legislatore di incentivare le operazioni di “*going public*”, ossia di apertura al mercato attraverso la quotazione in borsa che - alla luce della possibilità di conservare il voto plurimo precedentemente attribuito - può essere ora «non più temuta, ed evitata, per il rischio di diluizione o, ancor più, di perdita del controllo»⁸⁸.

⁸⁷ A. BUSANI–M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si “pesano”*, cit., 1059-1060.

⁸⁸ P. MONTALENTI, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 223. Cfr. anche C. ANGELICI, *Invervento*, *ivi*, 215; F. ANNUNZIATA-A. GIOMBINI, *La disciplina del voto plurimo introdotta dal Decreto Competitività. Pegno, usufrutto e sequestro di azioni (a voto plurimo)*, in *Diritto bancario.it*, 2014, 2 e P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, cit., 12.

Per una più completa realizzazione dei fini di cui sopra, il legislatore non solo consente di mantenere successivamente alla quotazione le azioni “potenziate” che già rappresentano il capitale sociale, ma anche di emetterne di nuove in tre casi tassativi, ove lo statuto non disponga diversamente e «al fine di mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni» (art. 127-*sexies*, comma 2, TUF). Più precisamente, è possibile procedere all'emissione di azioni a voto plurimo - purché dotate delle medesime caratteristiche e diritti di quelle già emesse - in sede di aumento gratuito del capitale sociale, aumento a pagamento offerto in opzione e fusione o scissione dell'emittente⁸⁹.

Tuttavia, se da un lato il diritto al “rango” delle azioni a voto plurimo trova protezione normativa (attraverso l'eccezionale deroga al divieto di cui al comma 1)⁹⁰, dall'altro si è cercato di evitare che la previsione in commento possa tradursi in una «remora all'aumento di capitale (obiettivo cardine della nuova disciplina) mediante emissione di sole azioni ordinarie»⁹¹. Al fine di impedire che la sola maggioranza dei titolari di azioni con voto plurimo possa porre il veto a tale operazione, infatti, il legislatore ha escluso “in ogni caso” la necessità di approvazione delle deliberazioni ai sensi dell'art. 2376 c.c. da parte dell'assemblea speciale (art. 127-*sexies*, comma 4, TUF)⁹²; per le stesse ipotesi, inoltre, la dottrina ha aggiunto che non sussisterebbe nemmeno il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, lett. g), c.c.⁹³.

⁸⁹ Cfr. M. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto: principio da abbandonare?*, cit., 524-525

⁹⁰ Sul punto L.A. BIANCHI, *Operazioni straordinarie, maggioranza del voto e azioni a voto plurimo*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, cit., 114.

⁹¹ P. ABBADESSA, *op. loc. ultt. citt.*

⁹² L'esclusione dell'applicabilità dell'art. 2376 c.c. non costituirebbe una deroga alla disciplina altrimenti applicabile ma una precisazione del legislatore della regola di portata generale, che «consiste nel non considerare il mancato mantenimento del rango di una categoria di azioni (cioè del suo rapporto proporzionale con le altre azioni) un pregiudizio tale da richiedere l'approvazione dell'assemblea speciale», così P. MARCHETTI, *Commento all'art. 20 del d.l. Competitività*, cit., 7. Sul problema dell'applicabilità dell'art. 2376 c.c. alle delibere di aumento del capitale si richiama quanto sopra esposto, Cap. III, par. 1.5.

⁹³ P. ABBADESSA, *op. loc. ultt. citt.*, il quale precisa che non si potrebbe ravvisare un'alternazione dei diritti di voto e di partecipazione dell'azionista, in quanto l'operazione comporterebbe un pregiudizio in capo a tutti i soci della categoria ed essendo escluso per legge il rimedio “di categoria” di cui all'art. 2376 c.c., «a maggior ragione dovrebbe ritenersi escluso un diritto di recesso». Conforme E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 2351, comma 4, c.c.*, cit., 596.

Un ulteriore effetto che deriva dalla decisione di conservare le preesistenti azioni a voto plurimo dopo la quotazione riguarda l'impossibilità di introdurre in statuto la clausola di maggiorazione del voto, divieto posto al fine di arginare «concentrazioni di potere fuori misura»⁹⁴ che deriverebbero dall'uso congiunto di azioni a voto plurimo e a voto maggiorato. Il terzo comma del più volte citato art. 127-*sexies* TUF, infatti, oltre a ribadire l'impossibilità di «prevedere ulteriori maggiorazioni del diritto di voto a favore di singole categorie di azioni» (corollario del divieto di emissione di azioni a voto plurimo post-quotazione), esclude che le società quotate eccezionalmente dotate di azioni a voto plurimo possano adottare la clausola di maggiorazione di cui all'art. 127-*quinquies* TUF⁹⁵. Conseguentemente, qualora - dopo la quotazione - si volesse ricorrere al meccanismo proprio delle *loyalty shares*, non vi sarebbe altra soluzione che la previa conversione delle azioni "potenziate" in ordinarie. Tale decisione, secondo la dottrina, non solo richiederebbe l'approvazione da parte dell'assemblea speciale dei titolari delle azioni oggetto di conversione ma comporterebbe anche il sorgere del diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, lett. g), c.c., poiché - a differenza di quanto poco sopra affermato per gli aumenti a pagamento - la delibera di conversione determinerebbe una modifica "diretta" dei diritti voto⁹⁶.

Al di là dei profili più tecnici relativi alla possibilità di conservare il voto plurimo nelle società quotate, non possono trascurarsi le (numerose) critiche mosse dalla dottrina nei confronti della scelta operata dal legislatore.

Tale scelta, qualificata da alcuni Autori addirittura come «maliziosa»⁹⁷, comporta, infatti, delicati problemi a livello "sistematico"⁹⁸ dal momento che il

⁹⁴ P. ABBADESSA, *op. ult. cit.*, 11. Un'ipotetica combinazione di azioni a voto plurimo e clausola di maggiorazione del voto consentirebbe ad un azionista "fedele" titolare di azioni a voto plurimo di esercitare, al termine del *vesting period*, fino a sei voti.

⁹⁵ Cfr. P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 451-452 ed E. BARCELONA, *Commento sub. art. 2351, comma 4, c.c.*, cit., 596.

⁹⁶ L.A. BIANCHI, *op. ult. cit.*, 115 e P. MARCHETTI, *op. loc. ultt. citt.*, i quali precisano che tali tutele non sarebbero necessarie qualora le azioni a voto plurimo avessero come caratteristica originaria quella di convertirsi in ordinarie in caso di quotazione della società.

⁹⁷ A. BUSANI-M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si "pesano"*, cit., 1060.

⁹⁸ Per ciò che concerne, invece, i problemi che sorgono dal punto di vista del rafforzamento del controllo e della tutela degli azionisti di minoranza, è stato sottolineato come il mantenimento delle azioni a voto plurimo in una società quotata non possa "sorprendere" chi decida di sottoscrivere l'offerta iniziale e - a maggior ragione - chi investa successivamente (in quanto entrambi i soggetti dispongono di tutte le informazioni per accettare consapevolmente la struttura del capitale,

legislatore ha optato per una combinazione di due diversi strumenti - il voto plurimo e il voto maggiorato - secondo un “doppio binario”, le cui rotaie non solo non scorrono parallele ma subiscono deviazioni non simmetriche.

Se la regola che consente alle società “chiuse” l’emissione di azioni a voto plurimo e alle quotate il ricorso al voto maggiorato trova la sua eccezione all’art. 127-*sexies* TUF, tale eccezione è tuttavia fruibile esclusivamente dalle società non quotate o quotande. Mentre, dunque, queste ultime possono mantenere ed emettere azioni a voto plurimo anche successivamente alla quotazione, le società già quotate possono usufruire esclusivamente del voto maggiorato. Si ricordi, inoltre, che le società chiuse, prevedendo che *tutte* le azioni siano a voto plurimo (e quindi anche triplo) e condizionato all’appartenenza prolungata (per un periodo anche inferiore a due anni), sono legittimate a realizzare una sorta di clausola di maggioranza “atipica” e a mantenere la medesima anche successivamente alla quotazione⁹⁹; per contro, una società già quotata può introdurre il meccanismo delle *loyalty shares* esclusivamente nel rispetto dei limiti di cui all’art. 127-*quinquies* TUF, ossia senza poter attribuire più di due voti per azione e senza poter derogare al periodo minimo di appartenenza fissato in due anni.

Richiamando le profonde differenze tra voto plurimo e voto maggiorato - anche solo rispetto al numero di voti che attribuiscono (tre voti il primo, due il secondo) e alla natura giuridica che li caratterizza (con relative ripercussioni, ad esempio, in caso di cessione delle azioni¹⁰⁰) - è ancor più evidente la disparità di trattamento che si produce tra le società quotate, esclusivamente in base al momento di quotazione delle medesime.

Posto che tale disparità, definita «difficilmente comprensibile al mercato»¹⁰¹, non appare sorretta da una *ratio* precisa¹⁰² e costituisce una soluzione isola-

prima di sottoscrivere o acquistare le azioni). Sul punto cfr. M. VENTORUZZO, *Un’azione, un voto: principio da abbandonare?*, cit., 524.

⁹⁹ *Amplius supra*, Cap. III, par. 1.7., spec. note 74-76.

¹⁰⁰ Il voto plurimo è un diritto idoneo a far categoria, con la conseguente possibilità di essere ceduto in sede di alienazione delle azioni; il voto maggiorato, invece, è un beneficio che l’azionista, in forza del possesso continuato delle azioni, acquisisce quale “premio di fedeltà”, con la conseguenza che la cessione delle azioni - salvo casi eccezionali - determina la perdita della maggioranza (non essendo essa attribuita all’azione ma al titolare di quest’ultima).

¹⁰¹ P. MONTALENTI, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell’OPA*, cit., 223.

¹⁰² P. MONTALENTI, *op. loc. ultt. citt.*

ta nel panorama Europeo¹⁰³, sembrerebbe allora preferibile o un sistema che, come quello francese, ammettesse esclusivamente la maggiorazione del voto quale “premio di fedeltà” o uno che, volendosi avvicinare alle esperienze statunitensi e nordeuropee, consentisse la creazione di classi di azioni a voto plurimo anche per le società quotate, con opportune tutele ma senza “discriminazioni”¹⁰⁴, lasciando quindi al mercato la valutazione delle scelte operate a livello statutario.

Se la direzione dell’ago della bilancia tra i due scenari sopra prospettati dovesse “pendere” esclusivamente in ragione della “fortuna” che voto maggiorato e plurimo hanno avuto nelle realtà societarie nei primi anni di applicazione della riforma, indicherebbe forse il primo scenario. A fronte di trentacinque società - tra cui alcune molto note - che hanno adottato il modello delle *loyalty shares*, solo due sono le società che hanno sfruttato la possibilità concessa dal legislatore di emettere azioni a voto plurimo e poi mantenerle successivamente alla quotazione. Il confronto - si riconosce - è solo parziale, in quanto, a ben vedere, le trentacinque società che hanno introdotto la maggiorazione, essendo già quotate, altro non potevano fare che ricorrere al voto maggiorato. In ogni caso, alla luce del fatto che solo due società in più di tre anni abbiano sfruttato l’opportunità di adottare una struttura *dual class*, sembra potersi concludere che l’obiettivo del legislatore di favorire l’apertura ai mercati non sia stato raggiunto. Resta da chiedersi se la “timidezza” delle realtà societarie nello sfruttare lo strumento del voto plurimo in vista della quotazione non sia dovuta all’“anomalia” che esso costituirebbe nei mercati (stante il divieto posto - in generale - per le società quotate di presentare *dual class structures*) o, piuttosto, al timore che con tale struttura azionaria si attraggano meno investimenti (data l’offerta al mercato di azioni con voto depotenziato rispetto ai soci di controllo). La risposta a questo interrogativo richiederebbe un approfondimento multidisciplinare, con particolare applicazione della metodologia propria dell’analisi economica del diritto, al fine di individuare, in una pro-

¹⁰³ M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, Relazione al XXVIII Convegno di studio su “*Unione Europea: Concorrenza tra Imprese e Concorrenza tra Stati*”, Courmayeur, 19-20 settembre 2014, par. 11.

¹⁰⁴ P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, cit., 11, il quale però precisa che «non vi erano ragioni che imponessero tale specializzazione, essendo ben possibile immaginare un sistema che consentisse l’applicazione di entrambi gli istituti a tutte le società».

spettiva di riforma, le modalità con cui eliminare la disparità di trattamento tra società quotate e già quotate sopra analizzata.

1.9. Segue. *Le operazioni di going public delle società F.I.L.A. e Aquafil.*

A più di tre anni dall'entrata in vigore della riforma, solo due società hanno sfruttato l'opportunità concessa dal legislatore di emettere azioni a voto plurimo prima dell'inizio delle negoziazioni nei mercati regolamentati per poi mantenerle anche dopo la quotazione. Le società cui si fa riferimento sono la F.I.L.A. S.p.A. e la Aquafil S.p.A., *leaders* nella produzione e commercializzazione rispettivamente di strumenti e accessori per scrivere e colorare e di fibre sintetiche per la pavimentazione tessile e per il settore dell'abbigliamento.

Entrambe le società, dopo aver convertito parte delle azioni ordinarie in azioni a voto plurimo, hanno partecipato ad una fusione per incorporazione in società quotate create appositamente per l'operazione. Le società incorporanti, Space S.p.A e Space3 S.p.A. erano *Special Purpose Acquisition Companies* (SPAC), con azioni ordinarie ammesse alla negoziazione sul segmento *Special Investment Vehicle* (SIV) del mercato telematico degli *Investment Vehicles* (MIV), organizzato e gestito da Borsa Italiana, entrambe costituite con l'obiettivo di realizzare in un arco temporale definito un'operazione rilevante, ossia un'operazione di acquisizione di una società o impresa con le più diverse modalità, ivi compresa l'aggregazione mediante conferimento o fusione¹⁰⁵.

¹⁰⁵ Space S.p.A. è stata la prima SPAC di diritto italiano costituita in forma di SIV (*Special Investment Vehicle*) ai sensi dell'articolo 2.2.37 del Regolamento di Borsa Italiana e quotata nel dicembre 2013 sul mercato regolamentato MIV/segmento SIV. Space è stata promossa da Space Holding S.r.l., i cui soci erano Sergio Erede, Roberto Italia, Gianni Mion, Carlo Pagliani, Edoardo Subert, Alfredo Ambrosio e Elisabetta De Bernardi. Space ha raccolto euro 130 milioni da investitori terzi sul mercato, in aggiunta ad euro 5 milioni forniti inizialmente da Space Holding. Quotata sul Miv nel dicembre 2013, dopo avere raccolto euro 130 milioni, ha realizzato l'operazione con Fila nel maggio 2015. Space2 è invece stata quotata sul Miv nel luglio 2015, dopo aver raccolto risorse per euro 300 milioni; il 20 ottobre 2016 ha annunciato la *Business Combination* con Avio costituendo altresì Space3. Quest'ultima, è nata dalla scissione parziale e proporzionale della Space2 S.p.A. ed è la terza SPAC promossa da Space Holding, società di investimento i cui soci paritetici sono ora Sergio Erede, Roberto Italia, Gianni Mion, Carlo Pagliani, Edoardo Subert e Laura Selvi. Nel settembre 2017 è stata infine costituita la Space4 che con euro 500 milioni di dotazione di cassa, è la maggiore SPAC italiana quotata sul MIV. Per un approfondimento sullo strumento delle SPAC, diffusosi intorno al 2003 negli Stati Uniti, cfr. M. FUMAGALLI, *Lo sviluppo della SPAC (Special Purpose Acquisition Company) in Italia. Un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in borsa*, Milano, 2014, 1 ss.; D. CUMMING-H.L. HAB-L.D. SCHWEIZER, *The fast track IPO – Success factors for taking firms public with SPACs*, in *Journal of Banking & Fi-*

Per ciò che concerne più specificamente la “creazione” di azioni a voto plurimo nelle società non ancora quotate, in entrambi i casi si è proceduto mediante conversione di parte delle azioni ordinarie: per Aquafil l’operazione non comportava problemi di parità di trattamento dei soci, in quanto il capitale era allora interamente detenuto da Aquafin Capital S.p.A.¹⁰⁶. Più complessa, invece, la conversione operata dalla società F.I.L.A., i cui soci erano Pencil S.p.A., Venice European Investment Capital S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A.¹⁰⁷: al fine di non ledere la parità di trattamento, l’assemblea deliberò - si noti, all’unanimità di tutto il capitale sociale con diritto di voto - la conversione di sole 390.824 azioni ordinarie, offrendo tuttavia ai soci, proporzionalmente alla partecipazione da ognuno di essi posseduta, tale possibilità. Dopo la rinuncia al relativo diritto da parte dei soci di minoranza, furono convertite in azioni a voto plurimo le sole azioni detenute dal socio di maggioranza Pencil S.p.A., con la conseguenza che quest’ultimo, detenendo complessivamente circa il 62,5% del capitale sociale, arrivò ad esercitare quasi il 79% dei diritti di voto.

Creata in tal modo la categoria di azioni a voto plurimo, F.I.L.A. e Aquafil, dopo la stipulazione di un accordo quadro rispettivamente con Space e Space3, hanno approvato i progetti di fusione per incorporazione nelle predette società, nei quali si prevedeva che le azioni a voto plurimo fossero concambiate esclusivamente con azioni di categoria speciale aventi le caratteristiche indicate nello Statuto Post Fusione.

A seguito dell’efficacia delle fusioni sopra descritte (in data 1° giugno 2015 e 4 dicembre 2017), F.I.L.A. e Aquafil sono oggi le uniche due società quotate il cui capitale è rappresentato anche da azioni di categoria che attribuiscono tre voti ai sensi dell’art. 127-*sexies* TUF. La disciplina contenuta nei due statuti è analoga e presenta tratti in qualche modo simili a quella del voto maggiorato, tipico delle

nance, 2014, 47, 198 ss.; S. CHATTERJEE-N.K.CHIDAMBARAN-G. GOSWAMI, *Security design for a non-standard IPO: The case of SPACs*, in *Journal of international money and finance*, 2016, 69, 151 ss.

¹⁰⁶ Prima della fusione il capitale di Aquafil, pari ad euro 19.685.556,00, era suddiviso in n. 26.542.000 azioni ordinarie, prive dell’indicazione del valore nominale, tutte possedute da Aquafin Capital S.p.A. Con delibera assembleare del 15 giugno 2017, n. 4.904.962 azioni ordinarie sono state convertite in azioni di categoria “B” a voto plurimo.

¹⁰⁷ F.I.L.A. era (ed è tutt’oggi) controllata da Pencil S.p.A. (che già prima della conversione in azioni a voto plurimo deteneva il 62% circa del capitale sociale); Pencil è a sua volta controllata da Massimo Candela, tramite delle società Wood I S.r.l. e Wood II S.r.l.

società quotate: si prevede, ad esempio, che le azioni si convertano in azioni ordinarie, oltre che a semplice richiesta del titolare, anche in caso di cessione a soggetti non titolari di azioni di quella stessa categoria o, ancora, in caso di cambio di controllo dell'azionista stesso.

5.7 [...] (b) si convertono automaticamente in azioni ordinarie in ragione di una azione ordinaria per ogni Azione B (senza necessità di deliberazione né da parte dell'assemblea speciale degli azionisti titolari di Azioni B, né da parte dell'assemblea della società) in caso di (i) alienazione a soggetti che non siano già titolari di Azioni B, salvo nel caso in cui il cessionario sia un soggetto controllante il, controllato da o soggetto a comune controllo con, il cedente e, fermo restando che, in tale ipotesi, qualora il cessionario perdesse lo status di soggetto controllante il, controllato da o soggetto a comune controllo con, il cedente, tutte le Azioni B dallo stesso detenute saranno convertite automaticamente in azioni ordinarie, in ragione di una azione ordinaria per ogni Azione B e (ii) cambio di controllo del soggetto titolare di Azioni B, dove per controllante del soggetto titolare si intende il soggetto che, ai sensi della normativa vigente, è tenuto ad effettuare le comunicazioni sulle partecipazioni rilevanti (il "Controllante Ultimo") e ciò ad eccezione del caso in cui tale cambio di controllo avvenga (1) non per atto tra vivi; ovvero (2) per atto tra vivi a favore di soggetti che siano discendenti in linea retta del Controllante Ultimo e/o a favore di società o altri enti direttamente o indirettamente controllati dal Controllante Ultimo o dai suoi discendenti in linea retta o di cui questi stessi siano i beneficiari, precisandosi che il passaggio da controllo esclusivo a controllo congiunto con terzi soggetti che agiscano di concerto con il Controllante Ultimo non costituirà cambio di controllo ai fini di questo paragrafo 5.4 (b);

(F.I.L.A., art. 5.7)

2. Il voto maggiorato.

L'introduzione del voto maggiorato nell'ordinamento italiano fu contemplata fin dalla prima versione del "Decreto Competitività" del 24 giugno 2014 n. 91, a differenza delle azioni a voto plurimo la cui previsione venne inserita solo in sede di conversione con Legge 11 agosto 2014, n. 116.

Già nella Relazione al Decreto comunicata alla Presidenza nel giugno 2014, infatti, si procedette ad illustrare l'opportunità di ammettere le azioni a voto maggiorato quale "premio di fedeltà" per gli azionisti di lungo periodo, sull'esempio del *droit de vote double* di matrice francese. L'opportunità trovava giustificazione - secondo la Relazione - nel fatto che «il timore di perdere il controllo a seguito della quotazione rappresenta uno dei principali fattori che disincentiva l'ingresso in borsa delle imprese familiari italiane», motivo per cui, «una maggiore flessibilità nella struttura del capitale in deroga al principio *one share-one vote* può consentire di aumentare la dimensione del flottante in sede di offerta al pubblico finalizzata alla quotazione (IPO) e, di conseguenza, la liquidità delle azioni delle società quotate senza determinare una diluizione in sede assembleare per gli azionisti di riferimento»¹⁰⁸.

A ben vedere, tuttavia, a seguito della conversione in legge - e con l'adozione, quindi, anche delle azioni a voto plurimo - la *ratio* da ultimo delineata, ossia l'incentivazione all'apertura al mercato, è più propriamente riferibile a queste ultime, mentre il voto maggiorato risponde maggiormente ad una logica di *favor* per il *long-term investment*¹⁰⁹: come analizzato nel precedente capitolo, sono le azioni a voto plurimo che, potendo essere emesse prima della quotazione e mantenute anche dopo, consentono ai soci fondatori di non subire il rischio di una diluizione del controllo. Inoltre, mentre il voto c.d. plurimo costituisce caratteristica propria delle singole azioni a cui è attribuito (con la conseguenza che può essere esercitato dal titolare delle relative azioni e dell'avente causa del medesimo, indipendentemente dalle condizioni soggettive in cui versi), la maggiorazione del voto è un "premio di fedeltà" attribuibile al socio (e non all'azione) in ragione

¹⁰⁸ La relazione è contenuta nell'Atto del Senato AS n. 154, consultabile sul sito <http://www.senato.it/leg/17/BGT/Schede/Ddliter/44599.htm>

¹⁰⁹ P. MONTALENTI, *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo: prime considerazioni*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 32-33.

dell'appartenenza in capo medesimo di titoli azionari «per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi», come prescrive l'art. 127-*quinquies* del Testo Unico della Finanza (TUF).

Occorre tuttavia fin da subito precisare che, quanto alla data di decorrenza del *vesting period*, occorre far riferimento alla data di iscrizione nell'elenco speciale di cui al secondo comma dell'art. 127-*quinquies* TUF, con la conseguenza che una retrodatazione non potrebbe che considerarsi illegittima, non solo in considerazione del dato letterale della norma ma anche - e soprattutto - per violazione del principio di parità di trattamento dei soci¹¹⁰. Dal medesimo principio discende anche il fatto che il beneficio del voto - così come del dividendo - maggiorato, per quanto ricollegato ad un *comportamento* del singolo socio, è e rimane determinato sulla base di un parametro generale, destinato a valere per tutti gli azionisti che si trovino nella medesima situazione oggettivamente predeterminata dallo statuto (e, ancor prima, dal legislatore)¹¹¹.

Nei prossimi paragrafi, al fine di indagare l'opportunità delle scelte effettuate dal legislatore rispetto alle finalità perseguite, si procederà ad esaminare i singoli aspetti della disciplina del voto maggiorato, facendo di volta in volta riferimento alle prime esperienze applicative di tale istituto.

In proposito, si segnala fin d'ora che, a poco più di tre anni dall'entrata in vigore della riforma, le società quotate che hanno introdotto il voto maggiorato

¹¹⁰ La dottrina sul punto è unanime: sul tema si vedano in particolare E. LA MARCA, *Azioni(sti) con voto maggiorato: primi spunti*, in *I battelli del Reno Online*, 24 novembre 2014, 6; I. POLLASTRO, *Voto plurimo e voto maggiorato: prime considerazioni su ricadute e prospettive*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2015, 58 ss.; C.F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, cit., 797; E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 127-quinquies TUF*, in *Le società per azioni. Codice Civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa-G.B. Portale, II, Milano, 2016, 3969-3970. Un'eccezionale ipotesi di retro-databilità è prevista dallo stesso legislatore all'art. 127-*quinquies*, comma 7, TUF per il caso in cui la clausola di maggiorazione sia inserita in statuto nel corso del procedimento di quotazione in un mercato regolamentato. Si consideri, inoltre, che sembra altresì possibile in una società chiusa emettere azioni con voto plurimo condizionato ad un periodo di appartenenza inferiore a due anni e poi mantenerle con le medesime caratteristiche anche dopo la quotazione, ai sensi e per gli effetti dell'art. 127-*sexies* TUF (sul punto si veda più approfonditamente *infra* Cap. III, par. 1.8.).

¹¹¹ Prova del fatto che il riferimento sia pur sempre il titolo azionario - ancorché filtrato attraverso la posizione soggettiva dell'azionista cui appartiene, come risultante dal registro appositamente istituito - è confermato dalla circostanza che l'azionista titolare da almeno di due anni di un determinato numero di azioni può godere della maggiorazione solo rispetto a queste e non anche ad altre acquistate successivamente. Se, ad esempio, il titolare di 1000 azioni rispetto alle quali sia maturato il *vesting period* (in quanto regolarmente iscritte nell'Elenco Speciale e possedute per oltre due anni), acquisti il mese prima di un'assemblea altre 1000 azioni, potrà esercitare complessivamente 3000 (e non 4000) voti.

sono complessivamente trentacinque e loro denominazioni, da qui in avanti riportate in forma abbreviata al fine di agevolare la lettura, sono le seguenti: Campari, Amplifon, Astaldi, Maire Tecnimont, TerniEnergia, Zignago Vetro, Dea Capital, Exprivia, Landi Renzo, Cofide, Nice, Poligrafica, Hera, Conafi, Class Editori, Gruppo Waste, Intek Group, Openjobmetis, Technogym, Saes Getters, Carraro, Sabaf, Diasorin, Iren, Cairo Communication, Centrale del Latte, De' Longhi, I.M.A., Tod's, Mondadori, Lventure, Fidia, Datalogic, Gima e Reply¹¹².

2.1. *Ambito applicativo e natura giuridica.*

La facoltà di prevedere la maggiorazione del voto, ossia l'attribuzione di un massimo di due voti a beneficio di quei soci che abbiano mantenuto azioni per almeno a ventiquattro mesi, è riservata, ai sensi dell'art. 127-*quinquies* TUF, alle sole società quotate¹¹³, le stesse per le quali il successivo art. 127-*sexies* pone espresso divieto di emissione di azioni a voto plurimo.

Tuttavia, la linea di demarcazione tra l'ambito applicativo delle azioni a voto plurimo e maggiorato non è così netta come ad una prima lettura delle norme potrebbe apparire.

Se, da un lato, una società quotata non può emettere azioni a voto plurimo, è nondimeno legittimata non solo a mantenere quelle emesse anteriormente all'ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato, ma anche ad emettere di ulteriori in caso di aumento di capitale, fusione e scissione¹¹⁴. Parallelamente, qualora si verificasse la descritta situazione, la medesima società, una volta quotata, si troverebbe nell'impossibilità di introdurre nel proprio statuto il voto

¹¹² Cfr. la tavola sinottica n. 1, ove è riportato l'elenco (aggiornato al dicembre 2017) delle società che hanno adottato il voto maggiorato, con denominazione completa e data della deliberazione assembleare con cui è stata introdotta la clausola di maggiorazione. L'elenco (alfabetico) è altresì reperibile sul sito www.consob.it, nella sezione *Emittenti/Società quotate i cui statuti consentono la maggiorazione dei diritti di voto o che abbiano emesso azioni a voto plurimo*, aggiornato progressivamente dalla Consob e consultato, ai fini della ricerca qui condotta, fino al dicembre 2017.

¹¹³ Più precisamente, ai sensi del combinato disposto degli artt. 119 e 127-*quinquies* TUF, la disciplina sulla maggiorazione del voto è applicabile alle «società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea», come meglio precisato anche in ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, cit., 500. Sulla nozione di società quotata si veda P. MONTALENTI - S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, Torino, 2010.

¹¹⁴ Si veda *supra* Cap. III, par. 1.8.

maggiorato in forza del divieto di cui al terzo comma dell'art. 127-*sexies* TUF¹¹⁵. A detto quadro - a tratti labirintico - è poi ancora possibile aggiungere il caso di società non ancora quotata che inserisca nel proprio statuto la clausola di maggiorazione del voto¹¹⁶, prevedendo che la medesima diventi efficace con la quotazione o che, con efficacia immediata, strutturi le proprie azioni a voto plurimo sul modello delle *loyalty shares* (con il vantaggio di poter attribuire sino a tre voti per ogni azione, ridurre il *vesting period* a meno di due anni e mantenere tali caratteristiche anche post-quotazione¹¹⁷).

Nella ricerca dei tratti distintivi di voto plurimo e maggiorato, dunque, l'esame dell'ambito applicativo costituisce quasi più un elemento di disturbo che non di chiarezza.

Al contrario, l'individuazione della natura giuridica dei due istituti può non solo aiutare a meglio comprenderne le differenze a livello di disciplina, ma anche costituire una chiave di lettura per meglio orientarsi nel labirinto dei possibili scenari che il legislatore ha astrattamente ipotizzato e che la prassi, in questi primi anni ha, almeno in parte, tradotto in statuti.

La differenza, infatti, quanto alla natura giuridica, è netta: mentre le azioni a voto plurimo (emesse ai sensi dell'art. 2351 c.c.) costituiscono una categoria di azioni, non altrettanto può essere affermato per le azioni che consentono di attribuire la maggiorazione del voto ai sensi dell'art. 127-*quinquies* TUF. Il voto maggiorato opera solo in relazione alla peculiare situazione in cui si trova il titolare delle azioni¹¹⁸, ossia all'appartenenza delle medesime in capo ad un soggetto per

¹¹⁵ Il comma 3 dell'art. 127-*sexies* TUF stabilisce che le società quotate che hanno eccezionalmente mantenuto azioni a voto plurimo «non possono prevedere ulteriori maggiorazioni del diritto di voto a favore di singole categorie di azioni né ai sensi dell'articolo 127-*quinquies*». Posta tale incompatibilità tra azioni a voto plurimo e maggiorato, la società si troverà a dover scegliere se mantenere le azioni a voto plurimo anteriormente emesse (precludendosi così di ricorrere alla maggiorazione del voto secondo lo schema tipico delle società quotate) o convertirle in azioni ordinarie (con approvazione della relativa assemblea speciale e diritto di recesso in capo a coloro che non hanno concorso alla delibera), in modo da poter inserire in statuto la clausola di maggiorazione del voto così come disciplinata all'art. 127-*quinquies* TUF: sul punto, più approfonditamente P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 451-452. Per una lettura meno restrittiva della norma si veda E. MARCHISIO, *La "maggiorazione del voto" (art. 127-*quinquies* TUF): récompense al socio "stabile" o trucage del socio di controllo?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, 112-113.

¹¹⁶ ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, cit., 500.

¹¹⁷ Cfr. *supra* Cap. III, par. 1.7., spec. note 74-76.

¹¹⁸ P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 452.

un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi e, pertanto, poiché «soggettivamente attribuito alla persona del socio e non già oggettivamente imputato all'azione»¹¹⁹ non può costituire «elemento idoneo a far categoria delle azioni che ne fruiscono»¹²⁰.

Poiché, dunque, l'attribuzione del voto maggiorato afferisce alla posizione globale del socio e non è caratteristica del titolo azionario, la precisazione operata dal legislatore secondo cui «le azioni cui si applica il beneficio previsto dal comma 1 non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile»¹²¹, assume un ruolo più complementare che determinante ai fini della ricostruzione dell'istituto¹²². E' possibile supporre, infatti, che si sarebbe giunti alle medesime conclusioni circa la natura giuridica della maggiorazione del voto anche in assenza di una precisazione in tal senso da parte del legislatore, soprattutto tenendo a mente le considerazioni che la dottrina «assolutamente unanime»¹²³ ha elaborato in merito alle clausole di voto massimo e scalare, ossia che la presenza delle medesime non determina la costituzione di categorie speciali di

¹¹⁹ E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 127-quinquies TUF*, cit., 3963.

¹²⁰ P. MARCHETTI, *Il voto maggiorato nelle società quotate*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 6.

¹²¹ Art. 127-quinquies, comma 5, TUF.

¹²² Sebbene sia innegabile il ruolo chiarificatore della precisazione sopra riportata, idoneo ad evitare possibili confusioni derivanti dall'endiadi "loyalty shares" o dal parallelismo delle espressioni "azioni a voto plurimo" e "azioni a voto maggiorato", appare forse eccessivo ravvisare nella medesima una "fondamentale avvertenza" (E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 127-quinquies TUF*, cit., 3954), posto che, date le caratteristiche del meccanismo di maggiorazione, non vi sarebbe stato spazio per argomentare a favore della sussistenza di una categoria azionaria.

¹²³ Così si esprimono A. ANGELILLIS-M.L. VITALI, *Commento sub. art. 2351 c.c.*, cit., 444, in particolare, nt. 219. Sul punto si v. per tutti, A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, cit., 83 ss.; L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente e i limiti del diritto di voto*, Milano, 1999, 165 ss.; V. SANTORO, *Commento sub. art. 2351 c.c.*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli-V. Santoro, 2, I, Torino, 2003, 150; D.U. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, 84; N. ABRIANI, *Commento sub. art. 2351 c.c.*, cit., 329. Conforme anche l'orientamento della prassi notarile: si ricordi l'orientamento del Comitato Triveneto dei Notai che, in tema di voto quantitativamente limitato e scalare, si esprime come segue: «non si tratta di particolari categorie di azioni ex art. 2348 c.c., ma di limiti posti in relazione alla quantità di azioni possedute dal singolo azionista per circoscrivere il suo peso deliberativo. Anzi, al contrario, si è in presenza di una fattispecie in cui, in deroga al principio della spersonalizzazione della partecipazione sociale, caratteristico delle azioni, rileva la persona del socio più che la singola azione. Pertanto, se il socio che non può esercitare il diritto di voto o lo può esercitare in misura minima, per effetto del superamento della soglia prevista dallo statuto, aliena le azioni eccedenti è ben possibile che queste vengano a riacquistare il diritto di voto, laddove invece le azioni di categoria, istituzionalmente e non occasionalmente prive del diritto di voto, non possono riacquistarlo per effetto dell'alienazione del titolo» (COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Limitazioni al diritto di voto ex art. 2351, comma 3, c.c. Massima n. H.B.30-settembre 2007*, in *Orientamenti del Comitato Triveneto dei notai in materia di atti societari*, Vicenza, 2017, 75.)

azioni, in quanto il limite all'esercizio del voto non inerisce al titolo azionario ma è unicamente posto in relazione alla quantità di azioni possedute da un determinato soggetto¹²⁴.

2.2. *Voto maggiorato e categorie di azioni.*

Posto, dunque, che, come analizzato nel paragrafo precedente, le azioni per il possesso delle quali è stata maturata la maggiorazione del voto non costituiscono una categoria speciale, non altrettanto pacifica è la possibilità di prevedere la maggiorazione del voto solo per alcune categorie di azioni, questione ancora dibattuta e in merito alla quale la dottrina ha elaborato soluzioni diametralmente opposte tra loro.

L'assenza di un divieto espresso da parte del legislatore, interpretato alla luce dell'ampia autonomia statutaria che anima tutta la riforma in questione, ha portato alcuni Autori ad ammettere che il beneficio del voto maggiorato possa essere attribuito «non alla generalità degli azionisti ma solo ai titolari di alcune categorie di azioni»¹²⁵: la maggiorazione del voto, in tal caso, andrebbe a vantaggio di una o più categorie determinate, rimanendo tuttavia un beneficio attribuito *soggettivamente* al singolo socio - e non *oggettivamente* in forza delle azioni dal medesimo possedute - in quanto queste ultime «sarebbero “a monte” azioni di categoria del tutto a prescindere dal beneficio della maggiorazione»¹²⁶.

In tal caso, come un Autore suggerisce, l'introduzione della clausola di maggiorazione del voto “riservata” ai titolari di una determinata categoria di azioni (preesistente) dovrebbe essere approvata, ai sensi dell'art. 2376 c.c., dai titolari delle “altre” categorie escluse dal beneficio, «posto che il maggior voto ricono-

¹²⁴ Si ricordi che il medesimo decreto legge qui in commento ha altresì abrogato il divieto di introdurre clausole di voto massimo o di voto scalare nello statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio: il terzo comma dell'art. 2351 c.c. è stato infatti modificato dall'art. 20, comma 8-bis, D.L. 24 giugno 2014, n. 91, convertito, con modificazioni, dalla L. 11 agosto 2014, n. 116.

¹²⁵ E. LA MARCA, *Azioni(sti) con voto maggiorato*, cit., 4; E. MARCHISIO, *La “maggiorazione del voto”*, cit., 113; E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 127-quinquies TUF*, cit., 3963. Conformi, seppur in termini più dubitativi A. BUSANI-M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si “pesano”*, cit., 1059, nt. 27.

¹²⁶ E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 127-quinquies TUF*, cit., 3963.

sciuto ad una classe di azioni determina, evidentemente, un corrispondente pregiudizio per gli azionisti appartenenti alle altre classi»¹²⁷. L'Autore si limita a studiare quanto riportato senza specificare quali potrebbero essere le modalità con cui realizzare una simile modifica: richiedendo l'applicazione dell'art. 2376 c.c. sembra tuttavia implicare una sorta di "conversione" delle azioni di una determinata categoria, affinché queste - oltre ai "diritti diversi" che già attribuiscono - consentano altresì la maggiorazione del voto dopo il decorso del relativo *vesting period*. In merito di anticipa, ma sarà approfondito meglio *infra*, che il voto più che proporzionale così strutturato, più che qualificarsi come maggiorazione ai sensi dell'art. 127-*quinquies* TUF, sembrerebbe costituire - ancorché limitato a due voti e condizionato al decorso di un periodo minimo di due anni - un voto plurimo "di categoria", vietato ai sensi del successivo art. 127-*sexies* TUF.

In merito alla possibilità di "circoscrivere" l'ambito di applicabilità della maggiorazione, è stato addirittura suggerito che «lo statuto possa legare l'attribuzione del beneficio alla titolarità di una categoria soltanto di azioni, la cui specialità proprio nella potenzialità di questo privilegio consista»¹²⁸: oltre ai medesimi di problemi di coordinamento con il divieto di voto plurimo sopra esaminati, si noti altresì che l'unica via per coniugare tale affermazione con la precisazione operata all'art. 127-*quinquies*, comma 5, TUF¹²⁹ sarebbe quella di affermare che "non costituiscono una categoria speciale" unicamente le azioni rispetto alle quali è già stata maturata la maggiorazione, mentre possano - e debbano - "far categoria" tutte quelle potenzialmente idonee ad attribuire il beneficio, proprio in ragione di tale "potenzialità".

¹²⁷ E. MARCHISIO, *La "maggiorazione del voto"*, *op. loc. ultt. citt.*, il quale richiama, per lo stesso argomento ma in materia di maggiorazione del dividendo, M. STELLA RICHTER JR, *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 99.

¹²⁸ M. CIAN, *Capitale, proprietà, controlli*, cit., 1262. Come per l'ipotesi sopra analizzata non procede tuttavia ad approfondire le modalità operative con cui si possa "creare" la categoria (quali, ad esempio, la conversione proporzionale delle azioni preesistenti o l'aumento oneroso offerto in opzione, ipotesi per le quali sembrerebbe peraltro escludersi l'applicabilità dell'art. 2376 c.c.). Conforme anche M. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto: principio da abbandonare?*, cit., 523, il quale sottolinea la linea di continuità di tale soluzione rispetto all'esperienza statunitense caratterizzata dalle *dual class shares*.

¹²⁹ La precisazione cui si fa riferimento è la seguente: «le azioni cui si applica il beneficio previsto dal comma 1 non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile».

In senso diametralmente opposto, altra parte della dottrina ha escluso la configurabilità del voto maggiorato ad esclusivo beneficio di alcuni azionisti selezionati in ragione della titolarità di azioni di una determinata categoria, in quanto «la circostanza per cui la maggiorazione del voto non è, per le azioni che ne fruiscono, elemento caratterizzante una categoria conduce [...] ad escludere che possa costituire caratteristica *aggiuntiva* di categorie di azioni qualificate appunto da altri diritti inerenti alle azioni»¹³⁰.

Le argomentazioni a sostegno di questa interpretazione sono sia di ordine letterale che sistematico.

Le prime fanno riferimento all'articolo 127-*sexies* TUF che, per il caso in cui una società mantenga dopo la quotazione le azioni a voto plurimo emesse prima della negoziazione nei mercati regolamentati, stabilisce che non si possano prevedere ulteriori maggiorazioni del diritto di voto «a favore di singole categorie di azioni né ai sensi dell'articolo 127-*quinquies*». La formulazione della norma sembrerebbe infatti suggerire che il legislatore abbia inteso riservare lo strumento delle categorie di azioni solo alla prima delle due forme di moltiplicazione del voto, ossia alle azioni a voto plurimo, e non anche alla maggiorazione del voto; diversamente, non si riuscirebbe a spiegare la distinzione operata nella norma sopra riportata tra “categorie di azioni” e “maggiorazione ai sensi dell'art. 127-*quinquies* TUF”, ossia tramite il meccanismo delle *loyalty shares*¹³¹.

Quanto alle argomentazioni di ordine sistematico, circoscrivere l'ambito del beneficio ad una determinata categoria di azioni, oltre ad essere incoerente con la *ratio* del voto maggiorato (ossia quella di incentivare l'intera compagine sociale ad effettuare investimenti di lungo periodo)¹³², potrebbe portare ad una violazione del divieto di emissione di azioni a voto plurimo imposto alle società quotate: la

¹³⁰ P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 453. Conformi B. MASSELLA DUCCI TERI, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 631; ID., *Il decreto competitività*, cit., 479; ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, cit., 502 e M. LAMANDINI, *Voto plurimo, voto maggiorato e disciplina dell'OPA*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 126-127, il quale suggerisce che detta interpretazione «sembrerebbe risultare nelle intenzioni del legislatore storico» e ne sottolinea le implicazioni anche in tema di OPA.

¹³¹ Si segnala che la E. LA MARCA, *Azioni(sti) con voto maggiorato*, cit., 4, trae spunto dalla formulazione di questa medesima norma per sostenere l'opposta teoria, sulla base di una lettura che vede riferita la formulazione “a favore di singole categorie di azioni” anche al voto maggiorato ai sensi dell'art. 127-*quinquies* TUF.

¹³² In tale senso ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, cit., 502.

categoria “interessata” altro non costituirebbe che una categoria di azioni a voto plurimo, seppur limitato a due voti e condizionato sospensivamente all’appartenenza continuata dei titoli in capo all’azionista per un tempo non inferiore a due anni e risolutivamente alla cessione delle azioni¹³³. In sintesi, se le azioni i cui voti possano essere raddoppiati quale “premio di fedeltà” non rappresentassero l’intero capitale ma potessero appartenere ad una sola categoria (ancorché dotata anche di altri diritti “distintivi”), si violerebbe quella parità di trattamento tra i soci che il legislatore, vietando nelle società quotate il voto plurimo e consentendo solo il maggiorato, sembra aver perseguito¹³⁴.

A tali argomentazioni si potrebbe obiettare che anche nelle società quotate sono ammesse differenziazioni “di categoria” nella maggiorazione del voto (data la possibilità di mantenere le azioni a voto plurimo ove emesse prima dell’inizio delle negoziazioni ai sensi dell’art. 127-*sexies* TUF) e che, dunque, la parità di trattamento dovrebbe considerarsi tale solo rispetto ai titolari del medesimo tipo di azioni e non anche all’intera compagine sociale. La norma citata, tuttavia, riveste carattere eccezionale. Essa è volta ad incentivare i soci (spesso fondatori) di una realtà sociale “chiusa” ad aprirsi ai mercati regolamentati, consentendo loro di mantenere i privilegi nel voto preesistenti alla quotazione¹³⁵. Per quanto la norma possa essere sottoposta a critiche, stante la disparità di trattamento che crea tra società quotande (che possono usufruire del disposto dell’art. 127-*sexies* TUF) e già quotate (per le quali è ammessa la sola maggiorazione del voto), non vi è dubbio alcuno sul carattere eccezionale della stessa, motivo per cui è ben possibile concludere che l’unico caso di potenziamento del voto a vantaggio di una sola (o più) categorie di azioni sarebbe quello in cui queste preesistano alla quotazione. Una società già quotata, invece, potrebbe solo strutturare la clausola di maggiorazione a favore di tutti i soci, poiché, in caso contrario, affiancherebbe al requisito sog-

¹³³ In merito alla possibilità che le azioni a voto plurimo siano strutturate sul modello delle *loyalty shares* si veda *supra* Cap. III, par. 1.7.

¹³⁴ Sottolinea i problemi relativi alla parità di trattamento P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 453, il quale conclude affermando che «la maggiorazione debba riguardare tutti i soci» (corsivo dell’Autore).

¹³⁵ Si ricorda che, ad una società quotata in cui siano state eccezionalmente mantenute azioni a voto plurimo, è preclusa ogni altra ulteriore forma di moltiplicazione del voto, ivi compresa quella del “premio di fedeltà”, tipica delle società quotate. Sulla *ratio* dell’eccezionale mantenimento delle azioni a voto plurimo nelle società quotate e sulla relativa disciplina, si veda *supra* Cap. III, par. 1.8.

gettivo proprio delle *loyalty shares* (la “fedeltà” del singolo socio) anche un elemento oggettivo, ossia la titolarità di una determinata categoria di azioni¹³⁶. E se la *ratio* del divieto di emissione di azioni a voto plurimo nelle quotate - salva l’eccezione di cui sopra - è proprio quello di evitare che possa essere attribuito un numero di voti più che proporzionale ad una minoranza di azionisti titolari di determinate azioni, allora non si potrebbe che negare la limitazione “selettiva” del voto maggiorato ad una categoria soltanto, in quanto si creerebbe «quella cristallizzazione del controllo, all’impedimento della quale si ritiene che detto divieto sia volto»¹³⁷.

Altre argomentazioni in merito alla legittimità di una attribuzione selettiva del voto maggiorato a determinate categorie di azioni richiamano il dibattito sorto in tema di clausole di voto massimo e scalare¹³⁸ e di maggiorazione del dividendo¹³⁹, clausole assimilabili a quelle di maggiorazione del voto in quanto ugualmente correlate a situazioni soggettive del titolare delle azioni¹⁴⁰. Le argomentazioni poste dalla dottrina a sostegno della legittimità di categorie caratterizzate - anche esclusivamente - da tali diritti non aiutano infatti a superare la principale obiezione sollevata contro la possibilità di prevedere la maggiorazione del voto solo per alcune categorie di azionisti, ossia la - seppur indiretta - violazione del divieto di emissione di azioni a voto plurimo nelle società quotate.

Sul punto appare ancora opportuno ricordare che, per ciò che concerne le clausole di voto massimo o scalare, in forza del riformato terzo comma dell’art.

¹³⁶ In merito al profilo “soggettivo” dell’attribuzione del voto maggiorato, cfr. *supra* Cap. III, par. 2, spec. nota 111.

¹³⁷ B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto competitività*, cit., 480.

¹³⁸ M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., 591 ss; A. ANGELILLIS-M.L. VITALI, *Commento sub. art. 2351 c.c.*, cit., 446; G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 82; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Azioni a voto contingentato o scaglionato (art. 2351 c.c.)*. *Massima n. 136*, 13 maggio 2014, in *Massime notarili in materia societaria*, Milano, 2014, 575. In senso contrario F.S. COSTANTINO, *Le azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, *, Bologna, 2010, p. 377 e, in senso dubitativo, N. ABRIANI, *Commento sub. art. 2351 c.c.*, cit., 330.

¹³⁹ Sull’argomento, E. MARCHISIO, *La “maggiorazione del dividendo*, cit., 287; R. CUGNASCO, *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 921 ss.; G.A. RESCIO, *Commento sub. art. 127-quater TUF*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Frattini-G. Gasparri, Torino, 2012, II, 1787. *Contra* M. STELLA RICHTER JR, *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, cit., 99.

¹⁴⁰ Sottolinea la “somiglianza” sia rispetto al voto scaglionato e al plafonamento del diritto di voto, sia rispetto alla maggiorazione del dividendo P. MARCHETTI, *Il voto maggiorato nelle società quotate*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 6.

2351 c.c.¹⁴¹, anche le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio possono inserire detta tipologia di clausole, possibilità prima riservata alle sole società chiuse. A differenza che in queste ultime, tuttavia, nelle società quotate sembrerebbe tuzioristicamente preferibile strutturare le clausole di voto massimo o scalare in modo che si applichino a tutte le azioni dotate di diritto di voto e non solo ad alcune categorie di azioni. Se, infatti, per le società chiuse sembra non più sostenibile, stante l'abrogazione del divieto di voto plurimo, una delle principali obiezioni alla legittimità di tale limitazione – ossia che la medesima avrebbe comportato un'indiretta maggiorazione del voto in capo alle altre azioni –, non altrettanto può dirsi per le società quotate, per le quali il divieto di emissione di categorie di azioni a voto plurimo permane.

In conclusione, al fine di non ledere la parità di trattamento dei soci e di non scadere nel divieto di emissione di azioni a voto plurimo (seppur “differito” al decorso del periodo di almeno ventiquattro mesi), sembrerebbe preferibile ritenere che la maggiorazione non possa costituire caratteristica aggiuntiva (o addirittura esclusiva) di determinate categorie di azioni ma debba, invece, essere «fruibile da qualsiasi socio che sia titolare di azioni attributive del diritto di voto»¹⁴². Come la medesima dottrina sottolinea, non si esclude che possa verificarsi il caso in cui risultino beneficiari del voto maggiorato soltanto i titolari di una determinata categoria di azioni ma detto limite alla maggiorazione potrà essere solo una conseguenza (indiretta) dell'architettura azionaria e non risultato di una espressa previsione in tal senso: poiché della maggiorazione possono beneficiare solo gli azionisti che hanno diritto di voto, anche solo su determinate materie, qualora esistesse una sola categoria di azioni dotata di tale caratteristica, soltanto i titolari delle azioni di quella categoria beneficerebbero della maggiorazione¹⁴³.

¹⁴¹ Ad opera del medesimo decreto che ha eliminato il divieto di voto plurimo, ossia il d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito, con modificazioni, dalla l. 11 agosto 2014, n. 116, in *Gazzetta Ufficiale, Serie Generale*, del 20 agosto 2014, n. 192, n. 192, *Suppl. Ordinario* n. 72.

¹⁴² P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 452 ss.. Conforme anche M. LAMANDINI, *Voto plurimo, voto maggiorato e disciplina dell'OPA*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 126-127.

¹⁴³ P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 453, il quale aggiunge, seppur in senso dubitativo, che anche le azioni a voto limitato possono beneficiare del voto maggiorato, in quanto quest'ultimo deve intendersi attribuito in capo a tutti i titolari di azioni dotate di diritto di voto - ancorché limitato - nelle materie per le quali la maggiorazione è prevista. Tuttavia, lo stesso Autore sottolinea che il verificarsi dei presupposti per la maggiorazione del voto in capo

A conferma del fatto che tale interpretazione appare preferibile, nessuno statuto delle società quotate che ad oggi hanno adottato il voto maggiorato si è spinto a limitare la maggiorazione del voto a determinate categorie, fermo restando che nelle società che emettono anche azioni di risparmio potranno beneficiare del voto maggiorato soltanto i soci titolari delle altre categorie, in quanto dotate del diritto di voto (è il caso delle società Iren, Intek Group e Saes Getters).

2.3. *Limiti ed espressioni dell'autonomia statutaria alla luce delle prime esperienze applicative.*

Lo spazio entro il quale gli operatori possono muoversi per meglio adattare il voto maggiorato alle esigenze delle singole società non è esiguo. Il legislatore, infatti, ha dato la possibilità di modulare statutariamente non solo i presupposti al verificarsi dei quali può avere effetto la maggiorazione, ma anche il contenuto della stessa, purché si operi nel rispetto dei limiti invalicabili posti all'autonomia statutaria. Tra i detti limiti si può ricordare, *in primis*, il principio della parità di trattamento dei soci¹⁴⁴, che si traduce nella necessità che il beneficio della maggiorazione sia accessibile a tutti gli azionisti e che, quindi, sia legato al verificarsi di circostanze che possano astrattamente essere soddisfatte da tutti i soci. Altri due elementi dai quali non si può prescindere sono la “fedeltà” del socio alla società - motivo per cui non è derogabile in “*brevius*” il «periodo continuativo *non inferiore* a ventiquattro mesi»¹⁴⁵ di appartenenza dei titoli azionari per i quali si vuole ottenere la maggiorazione del voto - ed il tetto massimo di due voti attribuibili ad ogni azione¹⁴⁶.

ai titolari di azioni a voto limitato sia «rarissimo nel panorama delle società quotate». Sul tema della maggiorazione del voto per le azioni a voto limitato si interroga anche M. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto: principio da abbandonare?*, cit., 523.

¹⁴⁴ Sul principio di parità di trattamento, si vedano C. ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 1 ss.; F. d'ALESSANDRO, *La seconda direttiva*, cit., 4 ss.; F.M. MUCCIARELLI, *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. Soc.*, 2004, 1, 180 ss. e, per completi riferimenti, G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza*, cit..

¹⁴⁵ Così espressamente recita il primo comma dell'art. 127-*quinquies* TUF (corsivo aggiunto).

¹⁴⁶ Il primo comma dell'art. 127-*quinquies* TUF prevede che «gli statuti possono disporre che sia attribuito voto maggiorato, *fino a un massimo di due voti*» (corsivo aggiunto).

Richiamati i limiti posti all'autonomia statutaria, si possono quindi indagare alcune possibili espressioni della stessa, anche alla luce delle esperienze applicative dei primi tre anni di vita della riforma.

In primo luogo, la dottrina è unanime nel riconoscere che si possa limitare il beneficio del voto maggiorato a particolari argomenti o al verificarsi di determinate condizioni non meramente potestative purché, tuttavia, tali condizioni riguardino indistintamente tutti i soci (se così non fosse, ossia se le condizioni potessero essere soddisfatte solo dai titolari di una determinata categoria di azioni, si ricadrebbe nell'ipotesi di attribuzione "selezionata" del voto maggiorato, considerata illegittima secondo l'orientamento sopra indicato come preferibile). Di conseguenza, è possibile limitare per statuto il voto maggiorato ad alcune tipologie di delibere o condizionarlo al verificarsi di particolari eventi, purché tuttavia detta limitazione sia posta «in relazione a situazioni oggettive o comunque non discriminatorie perché di portata generale»¹⁴⁷, così da non rendere il voto maggiorato una caratteristica propria a solo alcune azioni¹⁴⁸.

Un altro possibile aspetto in cui può trovare espressione l'autonomia statutaria è la modulazione del voto. Secondo l'orientamento prevalente in dottrina la maggiorazione può essere prevista - fermo restando il rispetto del tetto massimo di due voti - anche in termini di decimali¹⁴⁹: nonostante non manchino voci in senso contrario¹⁵⁰, la tesi favorevole alla maggiorazione "frazionaria", oltre ad essere prevalente, appare altresì preferibile, considerata non solo l'assenza di un divieto

¹⁴⁷ P. MARCHETTI, *Il voto maggiorato nelle società quotate*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 8.

¹⁴⁸ Resta in ogni caso fermo il fatto che il beneficio della maggiorazione, essendo attribuibile solo in ragione del possesso continuato di azioni dotate del diritto di voto, potrebbe (indirettamente) essere riferito solo ad alcune azioni. Qualora, ad esempio, la maggiorazione del voto fosse prevista solo per le delibere di nomina delle cariche sociali o di approvazione del bilancio e fossero state emesse azioni a voto limitato (ad esempio, alla sola assemblea straordinaria), godrebbero del beneficio le sole azioni ordinarie e non le azioni di categoria speciale, le quali tuttavia non subirebbero pregiudizio in quanto escluse dal voto per quelle materie a cui *non* è riferita la maggiorazione. Cfr. anche *supra* Cap. III, par. 2.2.

¹⁴⁹ N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli*, cit., 9; B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto competitività*, cit., 479; ID., *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 630; P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 456.

¹⁵⁰ A. BUSANI-M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si "pesano"*, cit., 1058.

in merito ma anche la formulazione stessa della norma, che ammette l'attribuzione «fino a un massimo di due voti»¹⁵¹.

Quanto al decorso del tempo necessario per la maturazione del diritto, si è già fatto riferimento all'inderogabilità del requisito della “fiducia”, da tradursi nella non riducibilità del periodo minimo di appartenenza delle azioni, fissato dal legislatore in ventiquattro mesi; per quanto riguarda invece il limite massimo, in assenza di un'espressa previsione e di altri «vincoli di sistema»¹⁵², un'estensione del periodo è vista positivamente dalla dottrina, in quanto con essa «la funzione di *Control Enhancement Mechanism* risulterebbe, legittimamente, rafforzata»¹⁵³, purché, tuttavia, si mantenga entro i limiti della ragionevolezza¹⁵⁴.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte, dunque, si potrebbe ritenere lecita una clausola che, al fine di incentivare in modo ancora più pregnante il *long-term investment*, attribuisca il voto maggiorato in modo incrementale, ossia fissando una prima maggiorazione - pari, ad esempio, ad 1.5 voti - al decorrere del periodo minimo di maggiorazione previsto dalla legge ed una seconda, che attribuisca il voto doppio solo una volta decorso un ulteriore periodo di possesso continuato¹⁵⁵.

A fronte dell'ampia autonomia concessa dal legislatore, si ravvisa una certa timidezza da parte degli statuti ad optare secondo quanto ipotizzato¹⁵⁶: su trentacinque società quotate che, ad oggi, hanno adottato il voto maggiorato, in nessuna si è provveduto a subordinarlo al verificarsi di determinate condizioni e in soli tre

¹⁵¹ Art. 127-*quinquies*, comma 1, TUF.

¹⁵² P. MONTALENTI, *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo: prime considerazioni*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 35. Nello stesso senso anche B. MASSELLA DUCCI TERI, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 631.

¹⁵³ P. MONTALENTI, *op. loc. ultt. citt.*

¹⁵⁴ La ragionevolezza di un periodo fissato in cinque anni è riconosciuta da P. MONTALENTI, *op. loc. ultt. citt.* il quale sottolinea, altresì, che più si estende il termine necessario per la maggiorazione del voto, più ne risultano rafforzati gli “*incumbent*” rispetto ai “*loyal shareholders*”. In ogni caso, si ricorda, il *vesting period*, per quanto esteso, non può che essere uguale per tutti i soci, stante l'impossibilità di fissare una data di decorrenza anteriore al momento in cui si modifica lo statuto per introdurre la clausola di maggiorazione (sul punto, si veda meglio *supra* Cap. III, par. 2, spec. nota 110).

¹⁵⁵ N. ABRIANI, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 248.

¹⁵⁶ La tavola sinottica n. 3 riporta sinteticamente le scelte statutarie operate in merito alla durata del *vesting period* e al numero di voti attribuiti in forza della maggiorazione, ad eventuali condizioni ulteriori cui la medesima è sottoposta e ad eventuali limitazioni del suo campo applicativo.

casi lo si è limitato a determinate materie. In particolare, nello statuto della società Intek Group detta limitazione avviene “per esclusione”, in quanto è indicato in statuto solo l’unico caso in cui la maggiorazione è esclusa, ossia per le delibere aventi ad oggetto le autorizzazioni richieste dallo statuto per il compimento di atti degli amministratori.

La maggiorazione del diritto di voto *non opera con riferimento alle deliberazioni assembleari di autorizzazione* ai sensi dell’art. 2364, comma 1 del Codice Civile previste negli artt. 4 e 10 del presente Statuto¹⁵⁷.

(Intek Group, art. 11 *bis*)

Diversa la scelta operata negli statuti delle società Hera e Iren, entrambe a controllo pubblico¹⁵⁸. In tali società, con formulazioni molto simili, il campo applicativo del voto maggiorato è stato circoscritto a solo alcune delibere, tra cui la modifica della clausola di maggiorazione, la nomina e revoca dell’organo amministrativo e di controllo e, per la Iren, anche l’esercizio dell’azione di responsabilità:

[...] ciascuna azione dà diritto a due voti nelle deliberazioni assembleari aventi ad oggetto (le “Delibere Assembleari con Voto Maggiorato”) (i) la modifica del presente articolo 6.4 e/o dell’articolo 8 dello Statuto nonché (ii) la nomina e/o revoca del Consiglio di Amministrazione o di suoi membri per gli effetti di cui all’articolo 17 dello Statuto, nonché (iii) la nomina e/o revoca del Collegio Sindacale o di suoi membri per gli effetti di cui all’articolo 26 dello Statuto [...]

(Hera, art. 6, comma 4)

[...] ciascuna azione dà diritto a due voti nelle deliberazioni assembleari aventi ad oggetto le seguenti materie (i) la modifica degli articoli 6 bis, 6 ter, 6 quater e 9 dello Statuto nonché (ii) la nomina e/o revoca dei membri del consiglio di amministrazione ai sensi dell’articolo 19 dello Statuto, nonché l’esercizio dell’azione di responsabilità nei confronti dei medesimi, e (iii) la nomina e/o re-

¹⁵⁷ Gli articoli 4 e 10 dello Statuto, richiamati dall’estratto sopra riportato, fanno riferimento, rispettivamente, alle autorizzazioni (ai sensi dell’art. 2364, comma 1, numero 5, c.c.) per l’esercizio dell’opzione di rimborso delle obbligazioni convertende - in luogo della conversione - e per il compimento degli atti degli amministratori in materia di operazioni con parti correlate.

¹⁵⁸ Si precisa che Hera e Iren sono le uniche due società quotate a partecipazione pubblica ad aver adottato, ad oggi, il voto maggiorato. Le clausole qui sopra riportate si pongono in linea con quanto prospettato dalla dottrina già nei primi commenti successivi alla riforma, ossia che «un uso limitato alle nomine degli organi sociali, accompagnato da una robusta rappresentanza delle minoranze, potrebbe ridurre di molto l’avversità degli investitori professionali»: così in P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 456.

voca dei membri del collegio sindacale ai sensi dell'articolo 28 dello Statuto, nonché l'esercizio dell'azione di responsabilità nei confronti dei medesimi (le "Delibere Assembleari con Voto Maggiorato") [...].

(Iren, art. 6-bis, comma 1)

La timidezza mostrata dalle società nel derogare al regime legale della maggiorazione del voto sembra poi tramutarsi in estrema diffidenza sia per quanto concerne l'estensione del *vesting period* sia per il potenziamento del voto in termini decimali: ne è dimostrazione il fatto che tutti gli statuti prevedono un periodo di ventiquattro mesi per l'attribuzione del voto maggiorato e fissano la misura dello stesso in due voti. A mero titolo esemplificativo - e ricordando il fatto che negli statuti di tutte le altre società si trovano formulazioni analoghe -, si riportano qui di seguito gli estratti degli statuti di una delle prime (Astaldi, 29 gennaio 2015) e di una delle più recenti (Fidia, 28 aprile 2017) società che hanno adottato la maggiorazione del voto:

ogni azione ordinaria dà diritto a un voto. Sono, tuttavia, attribuiti *due voti* per ciascuna azione appartenuta al medesimo azionista per un periodo continuativo non inferiore a *ventiquattro mesi* [...];

(Astaldi, art. 12)

ogni azionista ha diritto ad un voto per ogni azione da un Euro posseduta. In deroga a quanto previsto dal comma che precede, ciascuna azione dà diritto a *voto doppio (e dunque a due voti per ogni azione)* ove siano soddisfatte entrambe le seguenti condizioni: (a) l'azione sia appartenuta al medesimo soggetto, [...] per un periodo continuativo di almeno *ventiquattro mesi*; (b) la ricorrenza del presupposto sub (a) sia attestata dall'iscrizione continuativa, per un periodo di almeno ventiquattro mesi, nell'elenco speciale appositamente istituito disciplinato dal presente articolo (l'"Elenco Speciale"), nonché da una comunicazione attestante il possesso azionario riferita alla data di decorso del periodo continuativo rilasciata dall'intermediario presso il quale le azioni sono depositate ai sensi della normativa vigente.

(Fidia, art. 5)

2.4. *Modalità di introduzione del voto maggiorato. I meccanismi agevolativi.*

La disciplina concernente l'introduzione del voto maggiorato negli statuti delle società quotate è stata concepita dal legislatore della riforma secondo una logica di incentivazione massima alla sua adozione.

Nonostante il rilevante impatto che una simile modifica è idonea a comportare sulla struttura societaria in generale e sui rapporti di forza tra i soci in particolare, il legislatore ha previsto ben due forme di agevolazione per l'introduzione in statuto del voto maggiorato: in primo luogo, si è consentito – seppur solo in via transitoria – di adottare la relativa delibera con un *quorum* agevolato (a fronte delle maggioranze rafforzate previste per l'adozione del voto plurimo nelle società chiuse) e, in secondo luogo, è stato escluso il diritto di recesso per i soci che non concorrano a detta deliberazione.

Il *quorum* agevolato, previsto per tutte le delibere assunte entro il 31 gennaio 2015, fu introdotto solo in sede di conversione del d.l. n. 91/2014¹⁵⁹ e consisteva(na) nella possibilità di adottare la clausola di maggiorazione con il voto favorevole della sola maggioranza semplice, anche in prima convocazione, in luogo dei due terzi del capitale rappresentato in assemblea (come richiesto dall'art. 2368, comma 2, c.c.).

Si noti, tuttavia, che dai verbali assembleari delle società «pioniere»¹⁶⁰ che introdussero la maggiorazione del voto nel termine sopra indicato (Campari, Amplifon e Astaldi) emerge che la sopra indicata agevolazione non fu in realtà determinante per l'approvazione della modifica, in quanto le percentuali di voti favorevoli alla delibera ammontarono rispettivamente a circa il 76%, 70% e 71% del capitale rappresentato (corrispondente al 62%, 57% e 54% dell'intero capitale sociale)¹⁶¹, percentuali che avrebbero dunque soddisfatto anche i normali *quorum* propri di ogni modifica statutaria.

¹⁵⁹ Più precisamente, il *quorum* agevolativo qui in commento fu una delle modifiche che la legge di conversione 11 agosto 2014, n. 144 apportò al d.l. 24 giugno 2014, n. 91, mediante inserimento del comma 1 bis all'art. 20 del Decreto.

¹⁶⁰ Espressione impiegata da P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 457.

¹⁶¹ I verbali assembleari sono consultabili sui siti internet delle predette società – e precisamente www.amplifon.com; www.astaldi.com e www.camparigroup.com - nella sezione “Governance”.

Per meglio comprendere la portata dei dati qui riportati è tuttavia necessario segnalare che i voti favorevoli in forza dei quali sono state approvate le maggiorazioni del voto furono in realtà espressione, quali esclusivamente, dei soci di controllo mentre, per converso, quasi tutti gli investitori internazionali si espressero in senso contrario: più precisamente, non considerando l'azionista di maggioranza di ciascuna società, «nell'assemblea di Campari S.p.A. (...) solo il 10% del restante capitale ha votato a favore; nell'assemblea di Astaldi S.p.A., solo l'1,10% del restante capitale ha votato a favore a fronte della contrarietà del 21,40%; infine, nell'assemblea di Amplifon S.p.A. meno del 3% del restante capitale è risultato favorevole a fronte del 24,68% di voti contrari» (così riporta l'avv. Dario Trevisan, il socio della società Maire Tecnimont, come emerge dal verbale dell'assemblea con cui la società ha adottato a sua volta il voto maggiorato)¹⁶²: in sintesi, «se non fosse stato presente il socio di maggioranza assoluta, gli investitori internazionali avrebbero bocciato la proposta in Campari con i due terzi, in Astaldi e Amplifon con oltre il 90%»¹⁶³.

Alla luce di tali percentuali non stupiscono, dunque, le forti opposizioni che sorsero nei confronti della paventata ipotesi di proroga del termine per usufruire del *quorum* agevolato. Nella lettera aperta a Governo, Bankitalia e Consob, oltre un centinaio tra docenti universitari, consiglieri non esecutivi italiani, di investitori istituzionali e *proxy advisors* invitarono Governo e Parlamento a non procedere all'estensione temporale del *quorum* agevolato, poiché, oltre a ledere il principio di equo trattamento di tutti gli investitori, avrebbe scoraggiato il flusso di investimenti nel mercato azionario e reso più difficoltoso l'accesso delle società italiane a fonti di finanziamento alternative ai prestiti bancari¹⁶⁴. La possibilità di introdurre la maggiorazione del voto con il *quorum* agevolato non fu infine estesa oltre

¹⁶² Il verbale dell'assemblea, tenutasi in data 18 febbraio 2015 è consultabile nella sezione "Governance" del sito www.mairetecnimont.com.

¹⁶³ In tali termini si esprime l'Avv. Dario Trevisan, come riportato nell'articolo *La rivolta dei fondi esteri, no al voto plurimo*, pubblicato su *Il Corriere della Sera*, 4 febbraio 2015, 34.

¹⁶⁴ AA. VV., *Dichiarazione congiunta sull'introduzione del voto multiplo nelle società quotate italiane*, pubblicata sul quotidiano *Il Sole 24 Ore*, 18 gennaio 2015, in cui si aggiunge ancora: «la credibilità e l'attrattività del mercato azionario italiano dipendono da un chiaro e lineare impegno a tutelare l'equo trattamento degli investitori di minoranza, in piena coerenza con il diritto societario italiano». Un ulteriore invito a non prorogare il termine di cui sopra fu inviata con lettera del 28 gennaio 2015 all'allora ministro dell'Economia Pier Carlo Padoan dal Presidente di Icg, l'Associazione di *corporate governance* cui aderiscono alcuni tra i principali investitori istituzionali internazionali, tra i quali anche BlackRock.

l'originario termine del 31 gennaio 2015 e, nonostante il necessario rispetto dei più alti *quorum* previsti dalla legge o dallo statuto, molte altre società fecero proprio il meccanismo delle *loyalty shares*, inserendo nei propri statuti la relativa clausola (più precisamente, altre quindici società entro la fine del 2015, otto nel 2016 e nove nel 2017)¹⁶⁵.

Quanto alla seconda delle forme di agevolazione sopra ricordate, l'art. 127-*quinquies*, comma 6, TUF esclude espressamente che possano usufruire del diritto di recesso coloro che non abbiano concorso alla delibera di introduzione del voto maggiorato. La norma (che ricalca quasi fedelmente quanto disposto per l'introduzione in statuto della maggiorazione del dividendo, ai sensi del precedente art. 127-*quater*, comma 4-*ter*, TUF, così come riformato con il d. lgs. n. 91/2012) é - relativamente all'*introduzione* della clausola - indiscussa interpretazione, ma non per questo è andata esente da critiche. Parte della dottrina, infatti, ha sollevato dubbi sul merito della scelta operata dal legislatore¹⁶⁶ e sulla stessa legittimità costituzionale della norma, in quanto sembrerebbero mancare gli estremi di ragionevolezza tali da poter giustificare la deroga alle norme generali sul recesso, potendo considerarsi l'introduzione del voto maggiorato una più che rilevante modifica dei diritti di voto¹⁶⁷.

2.5. *Modifica ed eliminazione della clausola di maggiorazione del voto tra i silenzi del legislatore e le proposte della dottrina.*

Tra le norme dettate dal legislatore in materia di voto maggiorato non è fatto riferimento alcuno all'eventualità di una modifica o eliminazione della clausola di

¹⁶⁵ Per l'elenco in ordine cronologico delle società che hanno adottato la maggiorazione del voto, secondo la data di approvazione della relativa delibera, cfr. la tavola sinottica n. 1.

¹⁶⁶ M. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto: principio da abbandonare?*, cit., 524; B. MASSELLA DUCCI TERI, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 633.

¹⁶⁷ M. LIBERTINI, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 247; G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corr. giur.*, 2015, 2, 159 e V. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato, "voti plurimi senza azioni" e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, 195 (in particolare, nt. 100).

maggiorazione del voto, motivo per cui non pochi dubbi sono sorti in merito all'individuazione della disciplina applicabile¹⁶⁸.

In particolare, fin dai primi commenti alla riforma, la dottrina si è concentrata sul problema di quali forme di tutela fossero offerte agli azionisti “di minoranza” che si trovassero a subire una modifica dei presupposti per il voto maggiorato o l'eliminazione dello stesso. Tra queste tutele meritano particolare attenzione l'eventuale necessità di un'approvazione da parte di una “assemblea speciale” (a cui, si anticipa, sembra potersi dare risposta negativa) e la sussistenza del diritto di recesso, rispetto al quale l'acceso dibattito non ha tuttavia ancora trovato soluzione univoca.

Per ciò che concerne l'approvazione da parte di un'“assemblea speciale”, si ricorda che, come precisato dallo stesso legislatore all'art. 127-*quinquies* TUF, le azioni a voto maggiorato non costituiscono una categoria di azioni¹⁶⁹, motivo per cui l'orientamento nettamente prevalente conclude per l'inapplicabilità della disciplina di cui all'art. 2376 c.c., ossia per la non necessità di una approvazione da parte degli azionisti che beneficiano del voto maggiorato per il caso in cui una società, dopo aver inserito nel proprio statuto clausola di maggiorazione, desideri successivamente modificarla o eliminarla.

Quanto esposto trova espresso riscontro nello statuto di quattro società, tra cui quello di Campari¹⁷⁰ (prima quotata italiana ad aver adottato il voto maggiorato) che presenta il seguente tenore letterale:

Qualsivoglia modifica (migliorativa o peggiorativa) della disciplina della maggiorazione del voto dettata dal presente articolo o la sua soppressione *non richiedono se non l'approvazione da parte dell'assemblea straordinaria* ai sensi di legge.

(Campari, art. 6, comma 15)

¹⁶⁸ Poiché l'esame della disciplina applicabile alle ipotesi di modifica ed eliminazione della clausola di voto maggiorato concerne principalmente i temi relativi alla natura giuridica delle azioni a voto maggiorato e al diritto di recesso appena sopra analizzati, si è preferito collocare subito di seguito la trattazione dell'argomento, rinviando ai successivi paragrafi l'esame degli aspetti più strettamente riguardanti il “contenuto” della clausola di maggiorazione.

¹⁶⁹ Cfr *supra*, Cap. III, par. 113.

¹⁷⁰ Cfr. la tavola sinottica n. 4.

Si segnala, tuttavia, che un Autore¹⁷¹ ha proposto ed illustrato l'opportunità di un'applicazione analogica dell'art. 2376 c.c. a beneficio dei titolari di azioni a voto maggiorato, per i casi in cui si proceda all'eliminazione o riduzione della maggiorazione precedentemente introdotta, in quanto «il pregiudizio [...] non opererebbe affatto in misura simmetrica»¹⁷² tra i soci che votino per l'eliminazione il beneficio e coloro che, avendolo già maturato, desiderino – presumibilmente – mantenerlo. Tuttavia, la previsione di una “assemblea speciale” degli azionisti legittimati ad esercitare il voto maggiorato, benché sia suggerita come soluzione “più equilibrata” della mera approvazione dell'assemblea straordinaria o consenso individuale di tutti i *loyal shareholders*, non ha trovato, ad oggi, riscontro nella prassi.

In merito a tali considerazioni può ancora osservarsi che la circostanza che richiederebbe la tutela di cui all'art. 2376 c.c. dovrebbe contemplare «un azionista di maggioranza che voglia eliminare un beneficio di cui egli non gode (e che anzi riduce il suo potere di voto) e, dall'altra parte, gli azionisti di minoranza che al contrario siano interessati a evitare un simile vero e proprio impoverimento»¹⁷³. Ora, al di là della peculiarità di riunire in un'assemblea speciale i titolari di azioni che non costituiscono una categoria e delle difficoltà tecniche di individuare chi sarebbe legittimato a parteciparvi (solo gli azionisti che già beneficiano della maggiorazione del voto o anche quelli che risultino titolari delle azioni da un determinato periodo, ancorché non sufficiente per beneficiare del voto maggiorato), non sembra che si profilino – almeno per le società che ad oggi hanno adottato il voto maggiorato – esigenze di tutela di *loyal shareholders* “di minoranza”.

Dai primi verbali delle quotate che hanno introdotto la maggiorazione del voto emerge, infatti, che i principali “destinatari” della maggiorazione siano proprio i soci di controllo, i cui voti - per di più non ancora “maggiorati” - sono stati, per più di una società, sufficienti a consentire l'introduzione in statuto della relati-

¹⁷¹ E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 127-quinquies TUF*, cit., 3964-3966.

¹⁷² E. BARCELLONA, *op. loc. ultt. citt.*

¹⁷³ E. BARCELLONA, *op. loc. ultt. citt.*. Si deve precisare che è lo stesso Autore a definire come “scarsamente verosimile” il caso di una “eliminazione/riduzione del beneficio a dispetto della volontà contraria del socio leale”, ossia del socio stabile che detiene una «larga maggioranza del capitale e con (ancor più) larga maggioranza del diritto di voto». Diverso potrebbe essere, invece, il caso di una «*public company* con proprietà dispersa», in cui la maggioranza relativa dei voti sia detenuta da un socio non titolare di voto maggiorato.

va clausola, motivo per cui sembra difficile che si possa concretare la situazione sopra prospettata, ossia quella in cui gli azionisti con voto maggiorato si trovino a dover subire l'eliminazione dello stesso, in forza di una decisione assunta da altri, privi di tale beneficio.

Appare forse più verosimile il caso in cui si proceda ad una modifica della clausola al fine di rendere più "selettivo" l'accesso alla maggiorazione del voto, in modo da rafforzare ulteriormente il *long-term investment* (ad esempio, ampliando il periodo di appartenenza delle azioni originariamente fissato in ventiquattro mesi). Tuttavia, sul presupposto che il socio di controllo sia tra quelli che beneficiano del voto maggiorato, sarebbe del tutto inutile richiedere l'approvazione da parte dall'assemblea speciale di tutti i titolari di azioni con voto maggiorato (dal momento che anche in tale sede il socio di controllo avrebbe la maggioranza); infine, immaginare l'approvazione da parte degli "altri" azionisti che non beneficiano della maggiorazione del voto, per i casi in cui questi ultimi potessero considerarsi pregiudicati dalla modifica, implicherebbe riconoscere che costituiscono una "categoria" a sé stante - da individuarsi in via residuale rispetto ai titolari di azioni con voto maggiorato -, innescando una logica del tutto incompatibile con l'art. 127-*quinquies* TUF nella parte in cui afferma che le azioni a voto maggiorato non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'art. 2348 c.c.

2.6. Segue. *La sussistenza del diritto di recesso.*

Rimanendo in tema di modifiche - ed esclusione - della clausola di maggiorazione del voto, l'elemento su cui la dottrina si è maggiormente divisa è il diritto di recesso.

Sul punto si ricorda che, ai sensi dell'art. 127-*quinquies*, comma 6, TUF, «la deliberazione di modifica dello statuto con cui viene prevista la maggiorazione del voto non attribuisce il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437 del codice civile»: ferme restando le critiche sopra esposte sul merito della scelta del legislatore-

re¹⁷⁴, la norma è di indubbia interpretazione solo limitatamente al caso di approvazione della delibera volta ad introdurre in statuto il voto maggiorato.

Non altrettanto, invece, può dirsi per l'eventuale modifica o eliminazione di detta clausola in quanto, a fronte del silenzio del legislatore sul punto, è stata nutrientemente argomentata sia la soluzione favorevole alla sussistenza del diritto di recesso sia quella contraria.

La questione riflette, in realtà, il più ampio tema del diritto di recesso in caso di modificazioni dei diritti voto di cui alla lett. g) dell'art. 2437 c.c.¹⁷⁵, ma sul punto qui in esame il dibattito si è fatto ancor più acceso, stante l'intervento (solo parziale) del legislatore.

La dottrina che critica la scelta del legislatore di aver escluso il recesso per le delibere di introduzione del voto maggiorato, inevitabilmente propone una lettura restrittiva della stessa e, facendo leva sulla sua natura di "norma speciale", si schiera a favore della sussistenza del diritto di *exit* per le delibere aventi ad oggetto la modifica ed eliminazione della clausola di maggiorazione del voto¹⁷⁶. A sostegno di tale teoria si richiama la «particolare rilevanza che il recesso ha assunto a seguito della riforma»¹⁷⁷ e la conseguente impossibilità di estendere l'esclusione del diritto di recesso oltre ai casi espressamente previsti dal legislatore all'art. 127-*quinquies*, comma 6, TUF.

Secondo tale orientamento, coloro che avessero effettuato un investimento a lungo termine e che si vedessero poi modificato – o eliminato – il diritto alla maggiorazione del voto, da un lato non potrebbero ricorrere allo strumento dell'assemblea speciale, stante la non applicabilità dell'art. 2376 c.c., ma rimarrebbero pienamente legittimati ad esercitare il diritto di *exit*, in quanto la delibera avente ad oggetto la modifica o eliminazione della clausola rientrerebbe a tutti gli

¹⁷⁴ Cfr. *supra* Cap. III, par. 2.5.

¹⁷⁵ L'art. 2437, lett. g), c.c. attribuisce il diritto inderogabile di recesso in capo ai soci che non abbiano concorso alle deliberazioni riguardanti «le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione». La formulazione di tale norma, per il suo "carattere di ambiguità" è stata oggetto di un ricchissimo dibattito in dottrina. Si richiama quanto precisato in proposito all'introduzione del voto plurimo, *supra* Cap. III, par. 1.5.

¹⁷⁶ B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto competitività*, cit., 485-487; ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, cit., 2015, 504; C.F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, cit., 787 ss.; E. MARCHISIO, *La "maggiorazione del voto"*, cit., 108 ss. e M. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto: principio da abbandonare?*, cit., 524.

¹⁷⁷ B. MASSELLA DUCCI TERI, *op. loc. ultt. citt.*

effetti nel campo di applicazione dell'art. 2437, lett. g), c.c.. In sintesi, solo la delibera di introduzione del voto maggiorato, pur essendo anch'essa una modifica dei diritti di voto ai sensi della predetta lett. g), non consentirebbe l'esercizio del diritto di *exit*, esclusivamente in forza dell'eccezionale deroga dettata dal legislatore della riforma del 2014.

Sul fronte opposto si schierano, invece, coloro che sono favorevoli ad una lettura estensiva dell'art. 127-*quinquies*, comma 6, TUF, ossia all'esclusione del diritto di recesso anche per le ipotesi di modifica ed esclusione della clausola concernente il voto maggiorato¹⁷⁸.

Illustre dottrina ha sottolineato come non possa sussistere diritto di recesso per dette modifiche – «la cui incidenza positiva o negativa è peraltro difficile da qualificare»¹⁷⁹–, in quanto «il voto si raccorda a situazioni soggettive mutevoli in cui ciascuno può collocarsi»¹⁸⁰.

In aggiunta, si è argomentato che «un regime normativo che discriminasse, ai fini del recesso, fra delibere *introduttive*, da un lato, e delibere *ablative*, dall'altro lato, risulterebbe francamente di assai difficile comprensione (se non propriamente irrazionale)»¹⁸¹. Lo stesso Autore da ultimo richiamato aggiunge altresì che, tra delibera di introduzione, modifica ed eliminazione del voto maggiorato, quella che comporta «l'effetto certamente più dirompente di alterare le condizioni normali di libertà di investimento»¹⁸² è da individuarsi nella prima e, pertanto, se è proprio tale delibera di introduzione a non comportare per legge il diritto di recesso, risulterebbe più coerente con il sistema applicare il medesimo regime di esclusione anche per i casi di modifica ed eliminazione della clausola sul voto maggiorato.

¹⁷⁸ P. MARCHETTI, *Commento all'art. 20 del d.l. Competitività*, cit., 10 e E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 127-quinquies TUF*, cit., 3968.

¹⁷⁹ P. MARCHETTI, *op. loc. ultt. citt.*

¹⁸⁰ P. MARCHETTI, *op. loc. ultt. citt.*

¹⁸¹ E. BARCELLONA, *op. loc. ultt. citt.*

¹⁸² E. BARCELLONA, *op. loc. ultt. citt.*, il quale tuttavia, a tutela degli azionisti che già beneficino della maggiorazione del voto e che si trovino a dover subire un pregiudizio in conseguenza di una modifica della clausola, ritiene opportuna l'approvazione della delibera da parte di una "assemblea speciale" costituita, per l'appunto, dai titolari di azioni a voto maggiorato (si veda più approfonditamente *supra* Cap. III, par. 2.2.).

A contrario, tuttavia, si potrebbe sostenere che, mentre la delibera di introduzione apporta una modifica dell'attribuzione del voto di cui tutti gli attuali soci possono egualmente beneficiare (rimanendo titolari delle azioni per il periodo necessario per vedersi attribuito il voto maggiorato), non altrettanto può dirsi per le delibere di modifica - o eliminazione - del meccanismo di maggiorazione, rispetto alle quali verrebbero alterati (negativamente) solo i diritti dei soci che hanno investito - e mantenuto l'investimento - ai fini della maggiorazione del voto.

In sintesi, negare il diritto di recesso implica che, nel momento in cui un soggetto decide di acquistare azioni di una società che ha già adottato il voto maggiorato, egli debba accettare il rischio di una modifica dei termini per la maggiorazione del voto o perfino di una sua eliminazione, senza poter beneficiare del diritto di *exit*.

L'esame delle scelte statutarie adottate nei primi tre anni della riforma non aiuta, invero, a spostare l'ago della bilancia a favore di uno dei due orientamenti sopra richiamati: nelle prime esperienze applicative emerge un atteggiamento alquanto cauto sul tema, tanto che nella maggior parte degli statuti non vi è riferimento alcuno alle modalità con cui procedere a modifica o eliminazione della clausola di maggiorazione del voto.

Tuttavia, a ben vedere, quei pochi statuti in cui la fattispecie viene espressamente disciplinata (Campari, Hera, TerniEnergia, Exprivia e Poligrafica)¹⁸³, sembrano optare per l'interpretazione estensiva dell'art. 127-*quinquies* TUF, ossia a favore dell'esclusione del diritto di recesso non solo per le delibere di introduzione della clausola sul voto maggiorato, ma anche per quelle di modifica o eliminazione della stessa. Negli statuti delle prime tre società sopra elencate ci si limita, invero, a suggerire una lettura il più possibile restrittiva del diritto di *exit*:

qualsivoglia modifica (migliorativa o peggiorativa) della disciplina della maggiorazione del voto dettata dal presente articolo o la sua soppressione non richiedono se non l'approvazione da parte dell'assemblea straordinaria ai sensi di legge. *È in ogni caso escluso il diritto di recesso nella massima misura consentita dalla legge.*

(Campari, art. 6, comma 15; Hera, art. 6, comma 4; TerniEnergia, art. 6)

¹⁸³ Per un confronto delle scelte statutarie sul punto, cfr. la tavola sinottica n. 4.

Negli statuti di Exprivia e Poligrafica, invece, l'esclusione è esplicita:

qualsivoglia modifica (migliorativa o peggiorativa) della disciplina della maggiorazione del voto dettata dal presente articolo o la sua soppressione non richiedono altro adempimento se non l'approvazione da parte dell'assemblea straordinaria ai sensi di legge. *È comunque escluso il diritto di recesso.*

(Exprivia, art. 6 bis)

Ogni eventuale soppressione o modifica del beneficio della maggiorazione non fa sorgere in capo all'azionista assente o dissenziente il diritto di recesso.

(Poligrafica, art. 7 comma 14)

Il “peso” che detti esempi esercitano sul piatto della bilancia a favore dell'esclusione del recesso è, tuttavia, scarso e di certo non determinate, soprattutto tenendo a mente il fatto che, come è stato sottolineato da illustre dottrina, «non spetta allo statuto dare interpretazioni restrittive alle fattispecie legislative di recesso»¹⁸⁴.

Di conseguenza, i (solo) due statuti - su trentacinque complessivi - che hanno scelto di prendere posizione sul punto, ben potrebbero essere contraddetti - e sanzionati con la nullità, ai sensi dell'art. 2437, comma 6, c.c. - da un intervento della giurisprudenza, che, come sottolinea un Autore, sarà presto «investita del compito di decidere le controversie che, ragionevolmente, nasceranno numerose in proposito»¹⁸⁵.

2.7. *Elenco Speciale e gestione dei flussi informativi.*

Le modalità concrete per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti non furono subito disciplinate dal legislatore della riforma, in quanto, con il d.l. 24 giugno 2014, n. 91 ci si limitò a stabilire che il periodo di appartenenza necessario per la maturazione del voto dovesse decorrere dalla data di iscrizione delle relative azioni in un «apposito elenco» (art. 127-*quinquies*, commi 1-2, TUF).

¹⁸⁴ P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 466.

¹⁸⁵ L.A. BIANCHI, *Operazioni straordinarie, maggiorazione del voto e azioni a voto plurimo*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 119.

Per la disciplina di dettaglio si dovettero attendere le modifiche al Regolamento Emittenti e al Provvedimento congiunto Banca d'Italia-Consob, approvate, rispettivamente, solo nella seconda metà del dicembre 2014¹⁸⁶ e nel febbraio 2015¹⁸⁷, in seguito a consultazione pubblica¹⁸⁸.

I quesiti posti in quest'ultima sede vertevano, per quanto concerne i flussi informativi qui in esame, sulla definizione della natura giuridica dell'elenco, sull'opportunità di introdurre per le iscrizioni in esso, in luogo della certificazione, una comunicazione da parte dell'intermediario nei confronti dell'emittente e sull'appropriatezza del riferimento temporale per determinare il numero dei diritti di voto.

Quanto al primo aspetto, i partecipanti alla consultazione hanno condiviso la proposta della Consob di ricondurre l'«apposito elenco» di cui all'art. 127-*quinquies* TUF al libro dei soci: in proposito, si è argomentato che il diritto all'iscrizione - oltre che presupporre lo *status* di socio - non è altro che l'esercizio di un diritto amministrativo, motivo per cui la sua valenza informativa non è tale da richiedere un libro sociale e autonomo - come proposto da alcuni¹⁸⁹ - ma si limita a integrare il contenuto stesso del libro soci, costituendone, quindi, una sezione speciale.

¹⁸⁶ Fu la delibera n. 19084 del 19 dicembre 2014 ad inserire la disciplina del voto maggiorato all'interno del Regolamento in attuazione del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti, adottato con delibera del 14 maggio 1999 n. 11971.

¹⁸⁷ Provvedimento congiunto Banca d'Italia/Consob del 22 febbraio 2008, recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione, modificato con atti Banca d'Italia/Consob del 24 dicembre 2010, del 22 ottobre 2008 e, da ultimo, con atto del 24 febbraio 2015 (anche noto come Provvedimento *Post Trading*). Si segnalano in materia anche le istruzioni pubblicate da ABI, Assonime e Assosim nel novembre 2015 (ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA-ASSONIME-ASSOCIAZIONE ITALIANA INTERMEDIARI MOBILIARI (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*, 2015).

¹⁸⁸ In data 5 novembre 2014 la Consob avviò una consultazione concernente “la proposta di modifiche al regolamento emittenti”, i cui risultati, pubblicati il 23 dicembre dello stesso anno, sono consultabili sul sito internet www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni_concluse. Si noti tra l'altro che, poiché la “finestra agevolativa” concessa dal legislatore (che consentiva l'introduzione in statuto con la sola maggioranza semplice) si chiudeva al 31 gennaio 2015 - e poiché l'avviso di convocazione, ai sensi dell'art. 125-*bis* TUF, deve essere pubblicato entro il trentesimo giorno precedente la data dell'assemblea - gli statuti che per primi adottarono il voto maggiorato, sfruttando tale finestra (Campari, Amplifon e Astaldi), si mossero quasi «alla cieca», come rilevato da P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 463.

¹⁸⁹ Nelle osservazioni inviate dallo studio Legance Avvocati Associati, emerge che l'elenco dovesse costituire un libro sociale autonomo e distinto in quanto volto a perseguire una funzione specifica (ossia identificare gli azionisti che beneficino della maggiorazione del voto).

Non pochi statuti, di conseguenza, seguendo l'esempio della società Maire Tecnimont, nel dettare la disciplina applicabile all'elenco, fanno espresso riferimento al libro Soci:

la Società istituisce e tiene, con le forme previste per la tenuta del libro soci, l'Elenco Speciale [...]. All'elenco di cui al presente articolo si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni relative al libro soci ed ogni altra disposizione in materia, anche per quanto riguarda la pubblicità delle informazioni ed il diritto di ispezione dei soci.

(Maire Tecnimont, art. 6 quater, commi 1 e 5)

Il contenuto minimo dell'elenco è disciplinato dal combinato disposto dell'art. 143-*quater* del Regolamento Emittenti e dell'art. 23-*bis* del Provvedimento Congiunto Consob-Banca d'Italia; in sintesi, l'elenco si compone di due sezioni: nelle prima sono indicati gli azionisti che hanno richiesto l'iscrizione, il numero di azioni iscritte e la relativa data di iscrizione; nelle seconda, invece, sono riportati i nominativi degli azionisti che hanno conseguito la maggiorazione del voto, unitamente al numero di azioni per le quali è stata maturata detta maggiorazione e alla data a partire dalla quale è stata conseguita.

Si noti ancora che l'iscrizione all'elenco può avvenire solo su impulso del singolo socio che intenda fruire della maggiorazione. La richiesta (che può riguardare anche solo parte delle azioni), deve considerarsi, come sottolineato in dottrina, requisito inderogabile non solo per l'esercizio del voto maggiorato ma anche per la sua stessa l'attribuzione¹⁹⁰: ciò emergeva solo implicitamente nel Testo Unico della Finanza (che si limitava ad imporre la previsione di un "apposito elenco"), ma, su segnalazione di alcuni partecipanti alla consultazione della Consob¹⁹¹, fu poi esplicitato nella normativa di attuazione. Rispetto alla proposta originaria di formulazione dell'art. 143-*quater* TUF, infatti, oltre che essere specificato in modo più puntuale l'elenco delle informazioni richieste per l'iscrizione, si

¹⁹⁰ P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 466. L'Autore specifica che la maggiorazione «non opera senz'altro e neppure in via presuntiva per tutte le azioni facenti capo ad un socio» (P. MARCHETTI, *op. ult. cit.*, 458).

¹⁹¹ In particolare, P. MARCHETTI-C. MOSCA, *Osservazioni al documento di consultazione 5 novembre 2014: «proposte di modifica al Regolamento emittenti in materia di voto plurimo»* consultabile sul sito www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/voto_plurimo/osservazioni.htm.

è eliminato l'inciso «ove lo statuto non disponga diversamente», così da garantire una maggior certezza delle regole.

Quanto alle modalità di iscrizione, si ricorda ancora che, ai sensi dell'art. 21 del Provvedimento Congiunto, essa deve essere effettuata mediante comunicazione all'intermediario, il quale successivamente provvede a trasmettere la richiesta alla società, in modo tale da «assicurare un controllo *a monte* circa la legittimazione del socio richiedente»¹⁹². Secondo lo statuto di Conafi:

la Società iscrive nell'Elenco il titolare di azioni ordinarie che ne faccia richiesta alla Società. La richiesta alla Società dovrà essere accompagnata da idonea *comunicazione rilasciata dall'intermediario* presso il quale le azioni sono depositate, ai sensi del Regolamento adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob con provvedimento del 22 febbraio 2008, come successivamente modificato. La richiesta di iscrizione potrà riguardare tutte o anche solo parte delle azioni possedute. Il soggetto richiedente potrà in qualunque tempo, mediante apposita richiesta, indicare ulteriori azioni per le quali richieda l'iscrizione nell'Elenco.

(Conafi, art. 6 bis, comma 2)

L'art. 143-*quater* del Regolamento Emittenti precisa ancora che la società deve provvedere all'aggiornamento dell'elenco in conformità alle segnalazioni effettuate dagli intermediari ed eventualmente anche dagli azionisti, entro il termine «eventualmente previsto dallo statuto e comunque nel rispetto di quanto disposto dall'art. 85-*bis*, comma 4-*bis* del Regolamento». Si prevede, inoltre, che le risultanze dell'elenco siano «messe a disposizione dei soci, a loro richiesta, anche su supporto informatico» e che le società rendano noti, mediante pubblicazione nel proprio sito internet «i dati identificativi degli azionisti che hanno richiesto l'iscrizione nell'elenco, con indicazione delle relative partecipazioni, comunque superiori alla soglia indicata dall'articolo 120, comma 2, del Testo unico, e della data di iscrizione, entro il termine previsto per gli aggiornamenti dell'elenco» (143-*quater*, comma 5, del Regolamento Emittenti).

Si realizza in tal modo (non solo per l'iscrizione, ma anche per le successive comunicazioni aventi ad oggetto eventuali cessioni, successioni a causa di morte,

¹⁹² E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 127-quinquies TUF*, cit., 3978. Per maggiori dettagli tecnici, cfr. ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA-ASSONIME-ASSOCIAZIONE ITALIANA INTERMEDIANI MOBILIARI (ASSOSIM), *Istruzioni operative*, cit., 3.

fusioni o scissioni) un «sistema di flussi informativi trilaterale»¹⁹³ che vede protagonisti l'emittente, l'intermediario ed anche il titolare delle azioni per cui è chiesta la maggiorazione.

Fermo restando, dunque, il rispetto della disciplina dettata dalle norme primarie e da quelle regolamentari, le società rimangono libere di prevedere regole più dettagliate per quanto riguarda la periodicità con la quale i soci possono chiedere l'iscrizione nell'elenco, il termine entro il quale la richiesta di maggiorazione può essere avanzata, la decorrenza degli effetti e il contenuto stesso del diritto.

Si riportano qui di seguito due esempi, il primo dei quali – si noti – è seguito quasi letteralmente da molti altri statuti (tra cui Zignago Vetro, Landi Renzo, Nisce, Sabaf e Lventure):

1. La Società istituisce e tiene, con le forme previste per la tenuta del libro soci, *l'Elenco Speciale in cui sono iscritti a loro richiesta i soci che hanno chiesto la maggiorazione di voto*. 2. L'Elenco Speciale contiene le informazioni di cui alla disciplina applicabile e al presente statuto. 3. L'Elenco Speciale è *aggiornato entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese di calendario ed in ogni caso entro la c.d. record date prevista dalla disciplina vigente* (allo stato al termine della giornata contabile del settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea). 4. La Società procede alla cancellazione dall'elenco oltre che per rinuncia e richiesta dell'interessato *anche d'ufficio* ove abbia notizia del verificarsi di fatti che comportano la perdita della maggiorazione di voto o comunque il venir meno dei presupposti per la sua acquisizione. 5. All'elenco di cui al presente articolo si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni relative al libro soci ed ogni altra disposizione in materia, anche per quanto riguarda la pubblicità delle informazioni ed il diritto di ispezione dei soci.

(Maire Tecnimont, art. 6 quater)

Le iscrizioni e l'aggiornamento dell'elenco speciale sono effettuate secondo una periodicità trimestrale indicata nel regolamento. Sebbene anteriormente ricevute, le richieste di iscrizione e di aggiornamento, a fronte dell'intervenuta iscrizione e aggiornamento dell'elenco speciale, produrranno effetto solo dal primo giorno del trimestre successivo a quello in cui sono pervenute.

¹⁹³ P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 465.

Il soggetto che intenda accedere al beneficio del voto maggiorato ha diritto di chiedere di essere iscritto nell'elenco speciale, comunicando il numero di azioni per le quali viene chiesta l'iscrizione, la legittimazione all'iscrizione nell'elenco speciale deve essere attestata da idonea certificazione e/o comunicazione dell'intermediario ai sensi della normativa applicabile. Ogni azionista può, in qualunque tempo, mediante apposita richiesta, indicare ulteriori azioni per le quali richieda l'iscrizione nell'elenco speciale.

La richiesta di iscrizione nell'elenco speciale deve essere accompagnata, a pena di irricevibilità, anche dalla documentazione richiesta dalla normativa applicabile e da una attestazione sottoscritta dal soggetto richiedente [...].

(Hera, art. 6, comma 4)

2.8. *Il concetto di “appartenenza”. Cessione e mantenimento del “diritto reale legittimante”.*

Il legislatore della riforma del 2014, nel disciplinare i presupposti necessari per la maggiorazione del voto, ha fatto riferimento al concetto di “appartenenza”. Più precisamente, l'art. 127-*quinquies* TUF prevede che uno statuto di società quotata possa attribuire il voto maggiorato per ogni azione «*appartenuta* al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi», salvo poi specificare, al terzo comma, che «la cessione dell'azione a titolo oneroso o gratuito [...] comporta la perdita della maggiorazione del voto».

Come sottolineato in uno dei primi commenti alla riforma, il concetto di appartenenza «evoca antichi dilemmi» concernenti l'individuazione dell'unico azionista delle società unipersonali¹⁹⁴. In tema di voto maggiorato i “dilemmi” riguar-

¹⁹⁴ P. MONTALENTI, *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo: prime considerazioni*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 35. L'Autore fa riferimento all' art. 2362 c.c. abr. che, prima della riforma del 2003, prevedeva che l'unico azionista fosse chiamato a rispondere illimitatamente per tutte le obbligazioni sociali sorte nel periodo in cui «le azioni risultano essere appartenute» al medesimo. La stessa formulazione è contemplata oggi dall'art. 2325 c.c., che confina la responsabilità illimitata di cui sopra ai casi di violazione della disciplina delle società unipersonali, oggi ammesse anche nella forma di s.p.a. ai sensi del novellato art. 2362 c.c. e per le quali - si noti - quest'ultimo articolo continua ad esprimersi in termini di “appartenenza” delle azioni ad una sola persona. I “dilemmi” cui si fa riferimento sembrano essersi risolti nel senso di una lettura oggettiva e formale del dato normativo, così da identificare come “appartenenti” ad un soggetto le azioni formalmente intestate a quest'ultimo, escludendo, invece, per esigenze di certezza del diritto, situazioni di controllo totalitario indiretto. Senza pretese di esaustività, si possono richiamare G. COTTINO, *Diritto societario*, Padova, 2006,

dano l'identificazione delle ipotesi che comportano un'interruzione di quella "appartenenza" richiesta dalla legge per la maggioranza del voto e di quelle che, all'opposto, ne consentono la continuazione. Fermo restando, infatti, che tra le prime rientra necessariamente il trasferimento della piena proprietà di un titolo azionario (salvo le peculiari eccezioni che saranno *infra* esaminate¹⁹⁵), vi sono altre ipotesi di trasferimento di diritti (come ad esempio la costituzione di usufrutto o pegno) la cui "collocazione" comporta maggiori interrogativi.

È curioso notare che il riferimento al concetto di "appartenenza" - fatta eccezione per le società unipersonali e per il voto maggiorato - non è utilizzato per disciplinare altri istituti del diritto societario: in materia di maggioranza del dividendo, il legislatore consente di attribuire il beneficio a «ciascuna azione *detenuta* dal medesimo azionista» (art. 127-*quater* TUF) mentre, per le limitazioni del diritto di voto, si ammette la possibilità di prevedere un tetto massimo o disporre scaglionamenti «in relazione alla quantità delle azioni *possedute* da uno stesso soggetto» (art. 2351 c.c.).

Poiché entrambe le norme sopra riportate riguardano una modifica dei diritti esercitabili dall'azionista in ragione della sua peculiare situazione soggettiva, il confronto con le stesse può essere d'aiuto per meglio individuare il concetto di quell'"appartenenza" che, se protratta per almeno ventiquattro mesi, consente la maggioranza del voto.

Il dividendo maggiorato (in quanto volto anch'esso ad incentivare investimenti di medio-lungo termine) richiede la "detenzione" delle azioni per un dato tempo ma concerne esclusivamente privilegi patrimoniali, motivo per cui, oltre alla piena proprietà, è sufficiente la «titolarità di una diversa posizione che consente di godere dei diritti patrimoniali sociali»¹⁹⁶. Il voto maggiorato comporta, invece,

199 ss.; N. ABRIANI-P. MONTALENTI, *La costituzione*, in N. Abriani-S. Ambrosini-O. Cagnasso-P. Montalenti, *Le società per azioni*, in *Trattato di Diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, I, Padova, 2010, 92 ss.; M. RESCIO, *Commento sub. art. 2362 c.c.*, in *Le società per azioni, Codice Civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Milano, 2016, I, 826-827.

¹⁹⁵ Tra le eccezioni più rilevanti rientrano, si anticipa, i trasferimenti per successione a causa di morte, su cui *infra*, Cap. III, par. 2.12.

¹⁹⁶ U. TOMBARI-A.M. LUCIANO, *Commento sub. art. 127-*quater* TUF*, in *Le società per azioni, Codice Civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Milano, 2016, II, 3946.

un «maggiore coinvolgimento [...] nelle strategie gestionali delle società»¹⁹⁷ e, pertanto, è strettamente collegato all'esercizio del diritto di voto di un determinato socio. Sebbene l'«appartenenza» ai fini del voto maggiorato non richieda esclusivamente la piena titolarità della partecipazione sociale, dall'altro, sembra dunque essere «qualcosa di più di (*mera*) detenzione»¹⁹⁸, come invece previsto per l'attribuzione del dividendo maggiorato.

Esclusa, dunque, la mera detenzione dei titoli azionari (che non sempre consente l'esercizio del voto), non resta che richiamare la disciplina dettata in materia di tetto massimo e voto scalare che, come sopra ricordato, fa invece perno sul «possesso» di un dato numero di azioni: secondo la dottrina preferibile, al fine di individuare le «azioni possedute» (il numero delle quali determina l'operare - o meno - delle dette limitazioni) bisogna guardare alla titolarità del diritto di voto, motivo per cui si computeranno non solo i titoli di cui si è pieni proprietari ma anche quelli «di cui si possa comunque disporre sulla base di altri titoli giuridici che permettano di esercitare il voto»¹⁹⁹.

Ed è proprio quest'ultimo criterio - strettamente connesso alla titolarità del voto - che sembra essere preferibile anche al fine di circoscrivere il significato dell'«appartenenza» cui fa riferimento il legislatore per maggiorazione.

Se, infatti, lo scopo del legislatore è quello di consentire alle società quotate di adottare uno strumento che permetta ai *loyal shareholders* di influire maggiormente sulle strategie gestionali della società (in un'ottica di *long term investment*), non può che individuarsi quale criterio discretivo per l'identificazione dei soggetti cui attribuire il beneficio, proprio quello del diritto di voto. Secondo tale interpretazione, dunque, «ciò che deve permanere (*affinché un determinato soggetto mantenga il diritto alla maggiorazione del voto*) è la titolarità dell'azione e la legittimazione all'esercizio del voto attribuito dall'azione»²⁰⁰.

¹⁹⁷ P. MONTALENTI, *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo: prime considerazioni*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 33, il quale fa riferimento, in particolare, al coinvolgimento degli investitori istituzionali.

¹⁹⁸ E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 127-quinquies TUF*, cit., 3070 (corsivo aggiunto).

¹⁹⁹ N. ABRIANI, *Commento sub. art. 2351 c.c.*, cit., 330.

²⁰⁰ P. MARCHETTI, *Il voto maggiorato nelle società quotate*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 9 (corsivo aggiunto). Seppur in senso ancora dubitativo, F. ANNUNZIATA-A. GIOMBINI, *La disciplina del voto plurimo introdotta dal Decreto Competitività*, cit., 2014. Conforme anche C. TEDESCHI, *Le azioni a voto plurimo e la maggiora-*

Applicando il criterio sopra illustrato, dunque, il diritto al riconoscimento del voto maggiorato (o, se non ancora maturato, del *vesting period* già decorso), dovrebbe essere attribuito secondo lo schema che segue:

SOGGETTI A CUI SPETTA IL DIRITTO DI MANTENERE LA MAGGIORAZIONE (GIÀ MATURATA DAL CEDENTE) O DI COMPUTARE IL <i>VESTING PERIOD</i> GIÀ DECORSO IN CAPO AL CEDENTE	SOGGETTI AI QUALI È PRECLUSO IL DIRITTO ALLA MAGGIORAZIONE (GIÀ MATURATA DAL CEDENTE) O IL DIRITTO DI COMPUTARE IL <i>VESTING PERIOD</i> GIÀ DECORSO
- il cessionario del diritto di piena proprietà delle azioni in alcuni casi eccezionali ²⁰¹ ;	- il cessionario delle azioni, tale in forza di un acquisto a titolo oneroso o gratuito (salve alcune ipotesi eccezionali) ²⁰² ;
- il nudo proprietario che, pur costituendo un diritto di pegno o usufrutto sulle proprie azioni, mantenga il diritto di voto in forza di convenzione espressa ²⁰³ ;	- il nudo proprietario che costituisca sulle proprie azioni un diritto di pegno o usufrutto senza deroga alcuna al regime legale di attribuzione del voto in quanto, in assenza di convenzione contraria, il voto spetta, ai sensi dell'art. 2352 c.c., al creditore pignoratizio o all'usufruttuario;
- il titolare di un diritto di usufrutto munito del diritto di voto che, successivamente, divenga pieno proprietario delle medesime azioni.	- il titolare di un diritto di usufrutto, originariamente privo del diritto di voto (in forza di convenzione espressa) che successivamente acquisti anche la nuda proprietà delle medesime azioni.

zione del diritto di voto, cit., 1079, secondo la quale «il vantaggio che deriva al socio che appartiene alla compagine sociale da almeno ventiquattro mesi e che mira a realizzare la stabilità di impresa è strettamente collegato all'esercizio del diritto di voto da parte di quel socio, perché è dall'esercizio di questo che deriva la stabilità stessa».

²⁰¹ Si pensi ai trasferimenti *mortis causa*, su cui *infra* Cap. III, par. 2.12.

²⁰² Ivi compresi tutti i casi in cui le azioni a voto maggiorato siano cedute a titolo di conferimento in altra società, «anche ove venisse effettuato a beneficio di una società controllata dalla conferente», come precisato da L.A. BIANCHI, *Operazioni straordinarie, maggiorazione del voto e azioni a voto plurimo*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 104. In senso critico M. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto: principio da abbandonare?*, cit., 523-524.

²⁰³ Tale convenzione non è ricollegabile ad un patto parasociale, in quanto non ha ad oggetto il diritto di voto ma la titolarità dello stesso: purché annotata a libro soci, essa gode di “rilevanza sociale” ed è pertanto opponibile alla società stessa. Ammettono che detta convenzione possa essere prevista in un atto separato o successivo a quello di costituzione del diritto reale N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, 396 e G. COTTINO, *Diritto societario*, Padova, 2006, 199 ss. *Contra* S. POLI, *Il pegno di azioni*, Milano, 2000, 381 ss. e F. DI SABATO, *Diritto delle società*, Milano, 2003, 207.

In sintesi, ogni qual volta si perde la titolarità del diritto di voto, ai fini del riconoscimento della maggioranza, producendosi gli stessi effetti che conseguono alla cessione della piena proprietà dell'azione, è necessario fare richiesta per l'iscrizione nell'elenco speciale così che possa iniziare il computo per un nuovo periodo di appartenenza delle azioni. Parallelamente, il mutamento del "titolo" del diritto reale in forza del quale si esercita il voto non determina una cesura ai fini del computo del tempo per la maggioranza del diritto di voto: ciò che rileva è l'appartenenza continuativa del voto ad un medesimo soggetto, essendo irrilevanti accrescimenti o riduzioni di altri diritti inerenti l'azione. Di conseguenza, nulla cambia se fin dal momento iniziale un soggetto sia titolare della piena proprietà o se, titolare inizialmente solo di un diritto parziario (che attribuisca il diritto di voto), acquisisca successivamente la proprietà "piena"²⁰⁴.

A ben vedere, tuttavia, il criterio sopra descritto, basato sulla titolarità del diritto di voto, deve essere correlato ad un altro - di tipo «teleologico»²⁰⁵ - secondo il quale si potrebbe giustificare il mantenimento della maggioranza del voto solo ove sia ravvisabile una correlazione tra la titolarità di un diritto (anche "minore") sull'azione e un investimento di lungo termine.

In applicazione di tale principio, la maggioranza dovrebbe essere preclusa in capo al creditore pignoratizio, sebbene titolare del diritto di voto, in quanto il diritto in forza del quale lo esercita «non costituisce un investimento retto dal principio rischio/rendimento»²⁰⁶. Specularmente, il pieno proprietario che conceda le azioni in pegno, continuando ad essere «un investitore soggetto al rischio di impresa»²⁰⁷, dovrebbe poter mantenere il diritto alla maggioranza indipendentemente dal fatto che abbia conservato il diritto di voto o che l'abbia attribuito al creditore pignoratizio (con la differenza che, nel primo caso, potrebbe beneficiare del voto maggiorato appena decorso il *vesting period*, nel secondo, invece, dovrebbe attendere l'estinzione del pegno).

²⁰⁴ P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 460; N. ABRIANI-E. BARCELLONA, *Osservazioni al documento di consultazione "Proposte di modifica al regolamento emittenti in materia di voto plurimo"*, disponibile sul sito www.consob.it/web/area-pubblica/osservazioni-al-documento-del-5-novembre-2014.

²⁰⁵ E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 127-quinquies TUF*, cit., 3971-3972.

²⁰⁶ E. BARCELLONA, *op. loc. ultt. citt.* Si veda in particolare, *infra* in questo stesso paragrafo, lo Statuto della società Saes Getters.

²⁰⁷ E. BARCELLONA, *op. loc. ultt. citt.*

Applicando il medesimo criterio per il caso dell'usufrutto, il soggetto titolare di azioni gravate da tale diritto e privo del diritto di voto, dovrebbe vedersi computato, ai fini del decorso del *vesting period*, anche il periodo in cui rimane titolare della sola nuda proprietà, poiché, anche se privo del diritto di voto, è in ogni caso rimasto esposto al rischio dell'investimento: in altre parole, impiegando il criterio "teleologico" dovrebbe riconoscersi quale *dies a quo* per l'attribuzione della maggiorazione il momento di acquisto della nuda proprietà e non quello, successivo, del consolidamento della piena (ferma restando, tuttavia, la possibilità di godere di tale maggiorazione solo a seguito del consolidamento di quest'ultima)²⁰⁸.

Alla luce di quanto sopra esposto, ben si comprende l'esigenza – segnalata già da attenta dottrina²⁰⁹ - di una puntuale regolamentazione statutaria sul punto, volta ad eliminare le incertezze applicative circa le ipotesi sopra delineate.

Non stupisce, conseguentemente, che la quasi totalità²¹⁰ degli statuti che adottano il voto maggiorato si preoccupi di definire quali tipologie di "cessione" delle azioni comportino il venir meno della maggiorazione del voto e quali siano i diritti in forza dei quali essa possa essere mantenuta²¹¹.

Per la determinazione del concetto di "appartenenza", la prassi ha fatto proprie le conclusioni raggiunte dalla dottrina, adottando il primo dei due "criteri-guida" sopra illustrati, ossia quello che fa perno sulla titolarità del diritto di voto.

²⁰⁸ Come meglio precisato *infra* nel testo, sembrerebbe tuttavia più opportuno applicare il criterio teleologico al solo diritto di pegno e non anche all'usufrutto. Oltre alla considerazione per cui l'investimento nella nuda proprietà è qualitativamente diverso da quello di azioni gravate dal diritto di pegno, se si applicasse il criterio teleologico all'usufrutto, potrebbe verificarsi anche il caso in cui per le medesime azioni (gravate da usufrutto) il medesimo decorso di tempo sia computato sia a favore dell'usufruttuario (qualora dotato del diritto di voto) sia a favore del nudo proprietario (che, sebbene privo del voto, rimane soggetto al rischio dell'investimento). Una simile situazione non potrebbe invece verificarsi per le azioni gravate da pegno in quanto il creditore pignoratorio, per quanto titolare del diritto di voto, non sembra poter essere destinatario della maggiorazione del voto.

²⁰⁹ P. MONTALENTI, *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo: prime considerazioni*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 35 e, ancor prima, da N. ABRIANI, *Commento sub. art. 2351 c.c.*, cit., 329 ss., seppur nella diversa materia del voto scalare che presenta, tuttavia, problemi interpretativi analoghi.

²¹⁰ Solo Astaldi e Centrale del Latte d'Italia rimangono silenti su tali aspetti della disciplina del voto maggiorato. Quanto alla prima delle due società, si richiama P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 459.

²¹¹ Si noti che è lo stesso legislatore a prevedere che «gli statuti stabilisc(a)no le modalità per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti» (art. 127-*quinquies*, comma 2, TUF).

Gli statuti, pur rimanendo analoghi nella sostanza, presentano formulazioni diverse tra loro che, per maggior chiarezza espositiva, si possono ricondurre principalmente a due “filoni”.

Il primo si caratterizza per l'utilizzo dell'espressione “diritto reale legittimante” ai fini dell'individuazione dei presupposti per la maggiorazione del voto: gli statuti che seguono tale linea, non solo si preoccupano di esplicitare in cosa si concreti detto diritto “legittimante” (facendo riferimento a piena proprietà, nuda proprietà e usufrutto, purché - questi ultimi - con diritto di voto), ma specificano altresì che la costituzione di un diritto reale sulle azioni comporta il venir meno della maggiorazione esclusivamente nel caso in cui il titolare perda il relativo diritto di voto.

Si noti che questo “modello”, inaugurato dalla società Campari, è quello ad oggi maggiormente seguito: su trentacinque società che prevedono la maggiorazione del voto, ben ventuno hanno optato per una formulazione analoga a quella di Campari, ivi comprese, si noti, tutte le società che hanno adottato la maggiorazione del voto nel 2017 (quali De' Longhi, IMA, Tod's, Mondadori, Lventure, Fidia e Datalogic, Gima e Reply)²¹²:

[...] ciascuna azione dà diritto a voto doppio (e dunque a due voti per ogni azione) ove siano soddisfatte entrambe le seguenti condizioni: (a) il diritto di voto sia spettato al medesimo soggetto in forza di un *diritto reale legittimante* (piena proprietà con diritto di voto o nuda proprietà o usufrutto con diritto di voto) [...]

La maggiorazione del diritto di voto viene meno: (a) in caso di cessione a titolo oneroso o gratuito dell'azione, restando inteso che *per “cessione” si intende anche la costituzione di pegno, di usufrutto o di altro vincolo sull'azione quando ciò comporti la perdita del diritto di voto da parte dell'azionista* [...]

(Fidia, Art. 5)

Il secondo filone, invece, cui è possibile ricondurre almeno nove statuti²¹³, si ispira al modello inaugurato da un'altra delle società c.d. “pioniere”²¹⁴ in mate-

²¹² Oltre a Campari e alle società riportate nel testo, si ricordano TerniEnergia, Dea Capital, Exprivia, Cofide, Poligrafica, Hera, Class Editori, Technogym, Carraro, Iren, Cairo Communication. Cfr. tavola sinottica n. 5.

²¹³ Oltre a Maire Tecnimont, si segnalano ZignagoVetro, Landi Renzo, Nice, Conafi, Gruppo Waste, Intek Group, Sabaf e Diasorin. Cfr. tavola sinottica n. 5.

ria di voto maggiorato, ossia la Maire Tecnimont, che, senza riferimento alcuno al “diritto reale legittimante” cui si faceva cenno sopra, si limita ad indicare i casi in cui la maggiorazione del voto viene meno, utilizzando una formula più sintetica. Si noti, inoltre, una lieve differenza quanto all’espressione utilizzata per riferirsi alla costituzione di diritti reali che comportino il venir meno della maggiorazione: non si utilizza la formula propria del “modello Campari” - che fa riferimento alla “perdita del diritto di voto” - ma ci si esprime in termini di “attribuzione ad un terzo” di tale diritto.

la maggiorazione di voto viene meno per le azioni (i) oggetto di cessione a qualsiasi titolo oneroso o gratuito, ovvero costituite in pegno, oggetto di usufrutto e di altri vincoli che attribuiscono ad un terzo il diritto di voto.

(Maire Tecnimont, Art. 6 bis, comma 7)

Benché il “modello Campari” e il “modello Maire Tecnimont” siano seguiti dalla maggior parte delle società, è possibile individuare alcuni statuti in cui non è presente alcuna indicazione in merito al concetto di appartenenza o alle sorti della maggiorazione in caso di costituzione di diritti reali minori, così come formulazioni parzialmente derogatorie rispetto ai modelli sopra esaminati: in uno statuto, ad esempio, si esclude che l’usufruttuario, benché titolare del diritto di voto, possa usufruire della maggiorazione:

La maggiorazione del diritto di voto viene meno: a) in caso di cessione a titolo oneroso o gratuito dell’azione, restando inteso che per “cessione” si intende anche la costituzione di pegno, di usufrutto o di altro vincolo sull’azione quando ciò comporti la perdita del diritto di voto da parte dell’azionista. La costituzione di pegno, di usufrutto o di altro vincolo, con conservazione del diritto di voto in capo al titolare non determina la perdita della legittimazione al beneficio del voto maggiorato; resta inteso che, in caso di costituzione di usufrutto che preveda il *diritto di voto all’usufruttuario, quest’ultimo non avrà diritto alla maggiorazione.*

(Saes Getters, Art. 11, comma 8)

Quanto alla disciplina concernente la costituzione del diritto di pegno, si noti che per il caso in cui il creditore pignoratizio sia titolare del diritto di voto, sem-

²¹⁴ Espressione impiegata da P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 457.

bra preferibile - e preferita - un'eccezionale applicazione del criterio "teleologico" (piuttosto che quello che fa perno sul diritto di voto) in quanto, a differenza dell'usufruttuario, il creditore pignoratizio, pur dotato di voto, non sembra poter beneficiare della maggiorazione. Tale conclusione trova riscontro - in verità solo implicitamente - nel fatto che nessuna delle società che seguono la "linea Campari" ricomprende il diritto di pegno tra i "diritti reali legittimanti" e che nei sette statuti in cui la disciplina del pegno è analizzata più analiticamente non è mai contemplata l'ipotesi in cui il creditore pignoratizio, dotato del diritto di voto, possa beneficiare della maggiorazione: ci si limita ad affermare che il datore di pegno - che conservi il diritto di voto - continua a beneficiare della maggiorazione (Campari, TerniEnergia, Exprivia, Hera, Sabaf, Iren e De' Longhi)²¹⁵:

resta inteso che la costituzione di pegno con conservazione del diritto di voto in capo al titolare del diritto reale legittimante non determina la perdita della legittimazione al beneficio del voto doppio.

(Campari, art. 6 comma 4)

La costituzione delle azioni in pegno non determina la perdita della maggiorazione di voto già maturata né, se non maturata, l'interruzione del periodo di titolarità necessario alla maturazione del voto maggiorato, qualora il diritto di voto rimanga in capo al datore di pegno in deroga all'articolo 2352, primo comma, del codice civile, fermo restando che, in tali ipotesi, la maggiorazione di voto già maturata viene meno e, se non maturata, il periodo di titolarità necessario alla maturazione del voto maggiorato si interrompe, nel caso di esercizio del diritto di voto da parte del creditore pignoratizio nelle ipotesi convenzionalmente consentite ai fini della tutela dei diritti garantiti mediante il pegno.

(Openjobmetis, Art. 7, comma 11)

2.9. Segue. Cessioni parziali.

Il legislatore della riforma del 2014 nulla specifica per il caso in cui il titolare di un determinato numero di azioni a voto maggiorato ne alieni solo una parte, sebbene, in tale situazione, vi siano almeno due profili che si possono rivelare

²¹⁵ Per le scelte statutarie in merito alla costituzione del diritto di pegno, cfr. anche la tavola sinottica n. 5.

problematici, ossia come determinare quali siano le azioni, oggetto di trasferimento, che hanno perso il diritto alla maggioranza e quale disciplina applicare alle altre, rimaste di titolarità del soggetto dante causa.

La risposta al primo problema è fornita dalla regolamentazione secondaria e, più specificamente, dal provvedimento Banca d'Italia/Consob del 22 febbraio 2008 che, modificato con atto congiunto del 24 febbraio 2015, ha introdotto un nuovo art. 23 bis, il cui comma 4 prescrive che «l'intermediario considera trasferite le azioni registrate sul conto secondo un criterio *ultimo entrato, primo uscito*. Nei casi in cui l'indicazione del numero progressivo annuo della o delle comunicazioni originarie sia mancante, l'emittente applica il criterio *ultimo entrato, primo uscito* nell'aggiornamento dell'elenco».

Detto criterio, anche noto come “*last in, first out*”, non sembra tuttavia essere imperativo, tanto che la migliore dottrina²¹⁶ ha suggerito che il socio rimanga libero di scegliere, in assenza di precisazioni statutarie sul punto, quali azioni intende rendere oggetto di trasferimento, attribuendo in tal modo al criterio sopra esposto carattere meramente residuale.

Quanto alle precisazioni statutarie, si segnala che nessuna società ha provveduto ad inserire particolari restrizioni in merito al criterio di scelta delle azioni da “scegliere” in caso di cessione parziale. A ben vedere, infatti, l'unico aspetto su cui (solo) quattro società²¹⁷ si sono soffermate concerne il secondo dei “problemi” sopra delineati, concludendo per la (logica) soluzione secondo cui, in caso di cessione parziale, le azioni diverse da quelle cedute mantengono la maggioranza.

Nelle ipotesi di cessione a titolo oneroso o gratuito aventi ad oggetto solo una parte delle azioni a voto maggiorato, il cedente conserva il voto maggiorato sulle azioni diverse da quelle cedute.

(Mondadori, Art. 7, comma 10)

²¹⁶ P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 460.

²¹⁷ IMA, Mondadori, Datalogic e Gima: tutte società che, si noti, hanno introdotto la maggioranza del voto nel 2017.

2.10. Segue. Cessioni del controllo

Oltre che nel caso di cessione “diretta” di azioni, il legislatore prevede la perdita della maggioranza anche per ogni «cessione diretta o indiretta di partecipazioni di controllo in società o enti che detengono azioni a voto maggiorato in misura superiore alla soglia prevista dall'articolo 120, comma 2» (art. 127-*quinquies*, comma 3, TUF).

La decisione di parificare il trasferimento di una partecipazione di controllo in una società o ente che detenga *loyalty shares* alla cessione diretta di queste ultime è da leggersi alla luce del carattere soggettivo del “premio di fedeltà” che permea tutta la disciplina concernente il voto maggiorato²¹⁸.

In altre parole, il mutamento del controllo di un soggetto è considerato - ai fini della perdita della maggioranza - come mutamento del soggetto stesso, con la conseguenza che le azioni rispetto alle quali sia stato conseguito il voto maggiorato, tornano ad attribuire il voto singolo, sia che siano cedute ad un altro soggetto, sia che in seno al titolare “fedele” avvenga un mutamento del controllo (purché le azioni “maggiorate” rappresentino almeno il 3% - per le PMI - o il 5% del capitale votante, da calcolarsi ai sensi dell'art. 120 TUF, ossia tenendo conto del complessivo numero di voti esercitabili). Si consideri inoltre che, proprio in forza del descritto parallelismo, le cessioni di azioni che eccezionalmente consentono di mantenere l’“appartenenza continuata” ai fini della maggioranza del voto (come, ad esempio, i trasferimenti *mortis causa*, *infra* esaminati) non comportano “interruzione” della maggioranza nemmeno nel caso di cessione “indiretta”, ossia quella avente ad oggetto le partecipazioni di controllo del socio titolare della maggioranza²¹⁹.

Per identificare la “partecipazione di controllo” di cui all'art. 127-*quinquies* TUF occorre far riferimento all'art. 93 TUF, che richiama non solo l'art. 2359 comma 1, c.c., ma anche il concetto di “influenza dominante”, ricomprendendo

²¹⁸ E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 127-quinquies TUF*, cit., 3979.

²¹⁹ P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 461-462. Per un esempio di precisazione statutaria in tal senso cfr. l'art. 6-*bis*, comma 7, riportato *infra* Cap. III, par. 2.13.

quindi, oltre al controllo di diritto, anche il controllo di fatto²²⁰. Poiché, inoltre, la norma ricomprende sia la cessione *diretta* di tali partecipazioni, sia quella *indiretta*, nelle situazioni di controllo a catena avranno rilievo anche le cessioni di partecipazioni di controllo a monte della catena stessa²²¹.

Il decreto n. 91/2014 contemplava originariamente la possibilità che gli statuti potessero derogare alla disposizione sopra citata: è stato solo in sede di sua conversione del decreto che si è deciso di escludere in ogni caso - e, dunque, senza possibilità di *opt-out* statutario - il beneficio della maggiorazione in caso di cessione diretta o indiretta del controllo²²². Posto dunque che la norma deve considerarsi inderogabile e - nonostante appaia superfluo aggiungerlo - applicabile anche in mancanza di previsione statutaria, tutte le società si preoccupano di riportare all'interno degli articoli dedicati al voto plurimo la disciplina di legge:

La maggiorazione del diritto di voto viene meno [...] in caso di cessione diretta o indiretta di partecipazioni di controllo in società o enti che detengono azioni a voto maggiorato in misura superiore alla soglia prevista dall'articolo 120, comma 2 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito, il “Cambio di Controllo”).

(Mondadori, art. 7.10)

Parallelamente, tutti gli statuti richiedono, tra le indicazioni che devono essere fornite per l'iscrizione presso l'Elenco Speciale al fine di poter beneficiare del voto maggiorato, un'attestazione sottoscritta dal soggetto richiedente con la quale:

[...] nel caso di persona giuridica o di altro ente anche privo di personalità giuridica, il soggetto richiedente dichiara (i) di avere la piena titolarità, formale e sostanziale, del diritto di voto in forza di un diritto reale legittimante, (ii) *di essere soggetto, se del caso, a controllo (diretto e, ove applicabile, indiretto) di terzi ed i dati identificativi dell'eventuale controllante*, nonché (iii) di assumere

²²⁰ Per la nozione di controllo nel testo unico cfr. P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Padova, 2004, 351 ss., ove ampia bibliografia.

²²¹ ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, cit., 508. *Amplius* sui gruppi si società P. MONTALENTI, *I gruppi piramidali tra libertà d'iniziativa economica e asimmetrie del mercato*, in *Riv. soc.*, 2008, 318 ss.; ID., *I gruppi di società*, in N. Abriani-S. Ambrosini-O. Cagnasso-P. Montalenti, *Le società per azioni*, in *Trattato di Diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, 1, Padova, 2010, 1031 ss. e U. Tombari, *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, 2010.

²²² E. MARCHISIO, *La “maggiorazione del voto”*, cit., 104.

l'impegno di comunicare senza indugio alla Società l'eventuale perdita, per qualsivoglia ragione, del diritto reale legittimante e/o del relativo diritto di voto ovvero, se del caso, *di aver subito un cambio di controllo*.

(Iren, art. 6.2.-ter, lett. b)

2.11. Segue. *Trasferimenti infragruppo, fondi comuni di investimento e intestazioni fiduciarie.*

La rilevanza attribuita dalla legge al “cambio di controllo” esaminata nel paragrafo che precede ha fatto sorgere alcuni interrogativi in merito a fattispecie che, pur comportando la “cessione” di azioni, sembrerebbero non dover causare la perdita della maggioranza.

Si considerino, in primo luogo, i trasferimenti infragruppo.

Nella circolare Assonime n. 10/2015 si sostiene che essi *non* dovrebbero comportare la perdita del voto maggiorato in capo all'avente causa in quanto porterebbero esclusivamente ad «una diversa allocazione di *asset* patrimoniali tra diversi soggetti giuridici senza che vi sia una cessione ad economie terze», essendo effettuati all'interno di un «perimetro di impresa sostanzialmente unitaria»²²³.

Assimilando tali trasferimenti alle operazioni di fusione e scissione (per le quali è il legislatore stesso a stabilire che non si perda la maggioranza), si sostiene, dunque, che l'avente causa dovrebbe poter beneficiare del *vesting period* già trascorso (o del voto già maggiorato) in capo al cedente, in considerazione del fatto che il trasferimento infragruppo non comporterebbe un mutamento “sostanziale” del titolare delle azioni²²⁴.

Tuttavia, ritenere che il trasferimento di azioni - ancorché infragruppo - comporti la perdita della maggioranza sembrerebbe più prudente. Considerata l'inderogabilità delle norme sugli effetti della cessione delle azioni, il carattere ec-

²²³ ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, cit., 508.

²²⁴ ASSONIME, *loc. op. ultt. citt.* Cfr. anche E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 127-quinquies TUF*, cit., 3981, il quale ritiene che una simile operazione non intacchi la *loyalty* del “socio sostanziale” ma sia in ogni caso necessaria una clausola statutaria che preveda espressamente la fattispecie.

cezionale di quelle relative alla conservazione del voto maggiorato²²⁵, e la mancanza della facoltà di *opt-out* per la fattispecie in esame, appare preferibile ritenere che l'autonomia statutaria non possa modificare gli - inevitabili - effetti di una cessione di titoli: il trasferimento, benché infragruppo, dovrebbe dunque portare alla perdita della maggiorazione del voto²²⁶.

Un secondo aspetto attinente al concetto di "appartenenza" - e disciplinato da alcuni statuti - concerne il trasferimento di azioni tra fondi gestiti da una medesima società di gestione. Sul punto illustre dottrina ha concluso che, benché il passaggio delle azioni possa rappresentare una «rottura dell'appartenenza continuativa» richiesta per la maggiorazione del voto, sembrerebbe preferibile ritenere il contrario, in quanto «in una visione che riguarda il gestore si potrebbe ben affermare la continuità»²²⁷.

Tale soluzione non può che condividersi. In primo luogo, i fondi di investimento - come chiarito da dottrina e giurisprudenza nettamente prevalenti - non godono di autonoma soggettività giuridica, in quanto privi di una struttura organizzativa minima²²⁸ e, pertanto, il trasferimento di azioni da un fondo all'altro non realizza una cessione tra soggetti di diritto differenti (come invece avviene per il trasferimento di azioni tra società appartenenti ad un medesimo gruppo, che comporta la perdita della maggiorazione, come sopra concluso). Tali riflessioni trovano inoltre conferma nel fatto che, in materia di obblighi di comunicazione,

²²⁵ Si fa riferimento all'ultimo capoverso dell'art. 127-*quinquies*, comma 3, TUF che stabilisce che il voto maggiorato è (eccezionalmente) conservato in caso di successione per causa di morte nonché in caso di fusione e scissione del titolare delle azioni e che si estende alle azioni di nuova emissione in caso di aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 del codice civile.

²²⁶ Cfr. P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 460, il quale si limita ad affermare che «nessuno degli statuti pubblicati esclude (e la soluzione, a mio avviso, è corretta) dalla fattispecie della cessione il trasferimento infragruppo». Il commento si riferiva alle prime sei società "pioniere" nell'introduzione del voto maggiorato ma anche tutte le successive si sono astenute da precisazioni in merito. L'unica eccezione è riferibile allo statuto di Openjobmetis, che all'art. 7.10 statuisce che la cessione diretta o indiretta delle azioni, ai fini della maggiorazione, non rileva.

²²⁷ P. MARCHETTI, *op. loc. ultt. citt.*

²²⁸ Si vedano, tra gli altri, G. GENTILE, *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*, Padova, 1991, 116 ss.; R. COSTI-L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, a cura di G. Cottino, VIII, Padova, 2004, 437 ss. e P. FERRO-LUZZI, *Un problema di metodo: la "natura giuridica" dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Riv. soc.*, 2012, 751 ss. In giurisprudenza, Cass., Sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605, in *Riv. notar.*, 2011, 421, in *Società*, 2011, 46 e in *Foro it.*, 2011, 1853 e Trib. Milano, 3 ottobre 2013, in *Giur. it.*, 2014, 1664 ss.

l'ammontare della partecipazione - eventualmente rilevante - si calcola con riguardo alla società di gestione e non ai singoli fondi di investimento per espressa disposizione del Regolamento emittenti²²⁹.

La prassi statutaria si presenta in linea con la tesi sopra richiamata circa l'irrilevanza dei trasferimenti tra portafogli degli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) gestiti da uno stesso soggetto: quasi la metà delle società con voto maggiorato contempla nel proprio statuto una clausola analoga alla seguente²³⁰:

La maggiorazione di voto già maturata ovvero, se non maturata, il periodo di titolarità necessario alla maturazione del voto maggiorato, sono *conservati* [...] *in caso di trasferimento da un portafoglio ad altro degli OICR gestiti da uno stesso soggetto.*

(Maire Tecnimont: Art. 6 bis, comma 3)

Non pone, infine, particolari problemi la previsione (contenuta invero in solo due statuti) circa l'irrilevanza dei trasferimenti fiduciari - purché il voto sia esercitato dal medesimo fiduciante - in quanto «non rompe certo la continuità»²³¹ richiesta dall'art. 127-*quinquies*, comma 1, TUF per l'attribuzione del voto maggiorato.

Ferre restando le disposizioni normative in tema di trasferimento di partecipazioni di controllo in società ed enti titolari di azioni con voto maggiorato, l'intestazione o disintestazione fiduciaria *non rilevano*, purché non vi sia stata una modifica del fiduciante e ciò venga attestato dal fiduciario prima dell'inizio di ciascuna assemblea.

(Class Editori, art. 11, comma 8 - Cofide, art. 8, comma 12)

²²⁹ L'art. 118, comma 5, Regolamento emittenti precisa che, ai fini degli obblighi di comunicazione relativi alle partecipazioni rilevanti «Le società di gestione e i soggetti abilitati calcolano la partecipazione con riferimento al totale delle partecipazioni gestite». Richiamano l'articolo ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, cit., 507 e B. MASSELLA DUCCI TERI, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 631. Con riferimento al dividendo maggiorato, infine, STELLA RICHTER JR M., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, cit., 89, 101.

²³⁰ Più precisamente, quattordici società su trentacinque, ossia Maire Tecnimont, Dea Capital, Conafi, Gruppo Waste, Intek Group, Openjobmetis, Technogym, Saes Getters, Sabaf, Cairo Communication, De' Longhi, Mondadori, Lventure e Fidia. Cfr. sul tema la tavola sinottica n. 6.

²³¹ P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 455.

2.12. *La (derogabile, ma non derogata) disciplina del voto maggiorato per i trasferimenti mortis causa ...*

La previsione contenuta all'art. 127-*quinquies*, comma 3, lett. a), TUF, in forza della quale «il diritto di voto maggiorato è conservato in caso di successione per causa di morte»²³², costituisce eccezione espressa al principio per cui ogni cessione del titolo azionario, sia essa a titolo gratuito o oneroso, comporta la perdita della maggiorazione, principio che – si ricorda – discende dal fatto che il voto maggiorato, attribuibile a ciascuna azione «appartenuta al *medesimo soggetto* per un periodo continuativo»²³³, è un beneficio legato alla persona del socio in relazione alla condizione peculiare in cui egli si trova.

Nei trasferimenti per successione a causa di morte, dunque, nonostante si verifichi un mutamento del soggetto titolare delle azioni, il beneficio della maggiorazione del voto permane in capo all'avente causa, esattamente come accade per le azioni a voto plurimo (che tuttavia costituiscono, a differenza delle azioni a voto maggiorato, una categoria di azioni).

La *ratio* di tale deroga è da ricercarsi nell'opportunità di assicurare la continuità dei rapporti patrimoniali facenti capo al defunto, in considerazione della “continuità sostanziale” tra cedente e cessionario che caratterizza i trasferimenti *mortis causa*²³⁴.

La norma, volta a favorire logiche di *long-term investment* non solo in un'ottica individuale ma anche familiare, è tuttavia derogabile, poiché lo stesso legislatore ha espressamente fatto salvo il caso che lo statuto «disponga diversamente».

Tuttavia, tale possibilità di deroga non sembra aver trovato riscontro nella prassi: già dalle primissime esperienze applicative della riforma emergeva che «tutti gli statuti non fanno uso dell'*opt-out* [...] per i casi di successione in caso di morte»²³⁵, affermazione ancora attuale, dal momento che ognuna delle trentacin-

²³² La formulazione del testo vigente è la medesima proposta fin dalla prima versione del decreto legge n. 91/2014 e non è stata modificata in sede di conversione.

²³³ Art. 127-*quinquies*, comma 1, TUF (corsivo aggiunto).

²³⁴ Si esprimono in tal senso ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, cit., 506 ed E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 127-quinquies TUF*, cit., 3982.

²³⁵ P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 460.

que società che ad oggi hanno adottato la maggiorazione del voto contempla nel proprio statuto una clausola che riproduce la norma di *default* con formulazioni, che, salvo lievi variazioni, sono tutte del seguente tenore letterale:

la maggiorazione di voto [...] si conserva in caso di successione a causa di morte a favore dell'erede e/o legatario.

(Tod's, art. 7)

[...] il beneficio del voto maggiorato è conservato nel caso in cui il diritto reale legittimante sia trasferito per successione *mortis causa* [...]

(IMA, art. 6)

Come emerge dai due esempi sopra riportati, non tutti gli statuti precisano se il beneficio della maggiorazione prosegua anche in capo al legatario. Posto che non si crea alcun problema interpretativo per i ventuno statuti²³⁶ che fanno espressamente riferimento alla successione «a favore dell'*erede e/o legatario*», nei casi in cui manchino specificazioni sul punto la dottrina unanime suggerisce una lettura estensiva della norma, tale da ricomprendere tra i beneficiari della maggiorazione i successori sia a titolo universale, sia a titolo particolare²³⁷.

L'opportunità di procedere ad una interpretazione estensiva sarebbe altresì confermata dal fatto che, ove si sia desiderato escludere il prodursi degli effetti anche a favore del legatario, lo si è espressamente segnalato. La (in realtà unica) società che ha operato tale scelta prevede, infatti, che la successione a favore dei legatari faccia venire meno la maggiorazione del diritto di voto (Technogym, art. 7, comma 11, lett. a).

Per quanto riguarda il caso in cui la successione del soggetto che si sia iscritto nell'Elenco Speciale (al fine di vedersi attribuito il voto maggiorato) si apra prima del decorso del tempo necessario per la maturazione dello stesso, stan-

²³⁶ In ordine cronologico di adozione del voto maggiorato, Maire Tecnimont, ZignagoVetro, Dea Capital, Landi Renzo, Nice, Conafi, Gruppo Waste, Intek Group, Openjobmetis, Iren, Saes Getters, Carraro, Sabaf, Diasorin, Cairo Communication, De' Longhi, Tod's, Mondadori, Lventure, Fidia e Reply. Cfr. Tabella sinottica n. 6.

²³⁷ P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 461; E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 127-quinquies TUF*, cit., 3982.

te il silenzio del legislatore sul punto, alcune società hanno inserito clausole del seguente tenore:

gli aventi causa hanno diritto di chiedere l'iscrizione con la stessa anzianità d'iscrizione della persona fisica dante causa.

(IMA, art. 6)

La maggiorazione di voto già maturata ovvero, se non maturata, il periodo di titolarità necessario alla maturazione del voto maggiorato, sono conservati in caso di successione a causa di morte a favore dell'erede e/o legatario.

(Sabaf, art. 5 bis, comma 3)

Resta fermo il fatto che, anche qualora lo statuto nulla precisasse sul punto, dovrebbe essere seguita la medesima soluzione delineata negli articoli qui sopra riportati. In altre parole, l'avente causa avrebbe diritto ad esercitare fin da subito il voto maggiorato di cui già il *de cuius* beneficiasse o, in caso contrario, a vedersi riconosciuta la parte di *vesting period* già decorsa. In assenza di precisazioni di senso contrario da parte del legislatore o dello statuto, infatti, non potrebbe trattarsi in modo differente l'avente causa del *de cuius* che, iscritto nell'Elenco Speciale, stia ancora attendendo il decorso del tempo necessario, dall'avente causa di un *de cuius* che già goda della maggiorazione, poiché entrambe le ipotesi possono considerarsi applicazioni di quella "continuità sostanziale" che il legislatore ha inteso tutelare nei trasferimenti *mortis causa*.

In materia di voto maggiorato e successioni per causa di morte, un ultimo aspetto merita attenzione: alcune società²³⁸, tra cui quattro di quelle che più recentemente hanno adottato il voto maggiorato (IMA, Datalogic, Gima e Reply), seguendo il modello della "pioniera" Campari, hanno esteso il principio di "continuità" previsto per i trasferimenti *mortis causa* anche ad altre fattispecie, quali il patto di famiglia, il *trust*, il fondo patrimoniale e la fondazione, purché ne siano beneficiari lo stesso trasferente o gli eredi legittimari:

la maggiorazione di voto [...] si conserva in caso di successione a causa di morte a favore dell'erede e/o legatario o *fattispecie assimilabili* quali (i) il tra-

²³⁸ Oltre a Campari, IMA, Datalogic, Gima e Reply riportate nel testo, si ricordano anche le società Exprivia e Carraro.

sferimento a titolo gratuito in forza di un patto di famiglia ovvero (ii) il trasferimento a titolo gratuito a seguito della *costituzione e/o dotazione di un trust*, di un *fondo patrimoniale o di una fondazione* i cui beneficiari siano il trasferente o i di lui eredi legittimari.

(Reply, art. 12).

L'estensione della disciplina dettata dal legislatore per le successioni *mortis causa* alle fattispecie sopra elencate è stata analizzata solo in alcuni contributi, in uno dei quali viene definita «certo audace, ma, verosimilmente, non illecita»²³⁹; la Circolare Assonime²⁴⁰ si esprime anch'essa in termini dubitativi, mentre un Autore²⁴¹ ne argomenta più dettagliatamente la liceità, per meritevolezza degli interessi (considerato il *favor* per il *long-term investment* alla base di tutta la disciplina), per assenza di limiti dettati da norme imperative e per coerenza con le esperienze di altri Paesi europei che hanno preceduto l'Italia nel disciplinare il voto maggiorato²⁴².

Tre società (IMA, Datalogic e Gima), estendono ulteriormente la conservazione degli effetti della maggioranza di cui all'art. 127-*quinquies*, comma 3, c.c. anche al caso di donazione a favore di eredi legittimari. I contributi della dottrina non hanno preso posizione in merito alla fattispecie della donazione ma è ragionevole ritenere che nel momento in cui si accetti l'applicazione analogica della norma anche ad atti *inter vivos* «assimilabili in termini di effetti alla figura della successione *mortis causa*»²⁴³, allora si dovrebbe anche accettare che la donazione di azioni effettuata a favore dei medesimi legittimari non faccia venir meno la maggioranza maturata dal cedente.

Poiché la disciplina del voto maggiorato è profondamente ispirata alle norme e alla *ratio* delle *loyalty shares* francesi, potrebbe trarsi un valido argomento (a sostegno di quanto sopra prospettato) dal fatto che la *Loi Florange*,

²³⁹ P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 460 ss.

²⁴⁰ ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, cit., 506.

²⁴¹ E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 127-quinquies TUF*, cit., 3982 ss..

²⁴² Si fa riferimento in particolare all'ordinamento olandese che ammette clausole statutarie che escludano la perdita del beneficio anche nel caso di donazioni *inter vivos*, quali, ad esempio, quelle contemplate nello statuto di Fiat Chrysler Automobiles N.V. che, tra gli «aventi causa che mantengono il diritto al voto doppio, ricomprende “ogni cessionario delle azioni ordinarie a seguito di successione o divisione dei beni tra coniugi o successione ereditaria, donazione *inter vivos* o altro trasferimento al coniuge o a parenti entro il quarto grado» (FCA N.V., art. 1.1).

²⁴³ ASSONIME, *op. loc. ultt. citt.*

nell'individuare gli eccezionali casi di cessione che non fanno venir meno il "premio di fedeltà", contempla, proprio a fianco della successione a causa di morte, la donazione a favore del coniuge o dei parenti successibili (segnalando, dunque, un certo grado affinità tra le due fattispecie)²⁴⁴.

A contrario, si potrebbe tuttavia sostenere che l'ordinamento francese abbia espressamente inserito la fattispecie della donazione in modo da garantire anche per tale ipotesi la conservazione del premio; all'interno dei nostri confini l'applicazione di una simile disciplina non sarebbe possibile, proprio perché, a fronte di una regola che impone la perdita del voto maggiorato in caso di cessione delle azioni a titolo gratuito e oneroso, la donazione non è espressamente ricompresa tra le (eccezionali) ipotesi di conservazione del voto maggiorato di cui all'art. 127-*quinquies*, comma 3, TUF.

Tale ultima interpretazione appare preferibile in primo luogo in considerazione della differenza sostanziale tra la successione *mortis causa* (che è inevitabile e che, sia essa legittima o testamentaria, è caratterizzata dal principio di prosecuzione degli eredi in tutti i rapporti facenti capo al *de cuius*) e il contratto di donazione che, anche se effettuato a favore dei legittimari, rimane pur sempre un atto *inter vivos*, volontario e irrevocabile. Inoltre, se il legislatore avesse voluto incentivare l'investimento a lungo termine non solo su scala individuale ma anche familiare avrebbe strutturato la norma in modo diverso, senza circoscriverla alla successione per causa di morte.

In conclusione, data la mancanza di una esenzione espressa del legislatore o anche solo di un saldo orientamento della dottrina o della giurisprudenza sul punto, la scelta di alcune società di ricomprendere nell'eccezione anche determinati atti *inter vivos* è stata invero ardita, dal momento che, qualora si consolidasse l'orientamento più tuzioristico, tutti gli effetti della maggiorazione maturata secondo le clausole sopra riportate verrebbero travolti.

²⁴⁴ «Néanmoins, le transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible ne fait pas perdre le droit acquis et n'interrompt pas le délai mentionné aux premier et dernier alinéas de l'article L. 225-123».

2.13. Segue. ... per la fusione e scissione del titolare delle azioni ...

L'art. 127-*quinquies*, comma 3, c.c., dopo aver stabilito che il diritto di voto maggiorato (se lo statuto non dispone diversamente) si conserva in caso di successione per causa di morte, aggiunge che lo stesso effetto "conservativo" del premio di fedeltà si realizza (salvo *opt-out* statutario) anche in caso di fusione e scissione del titolare delle azioni per le quali si sia ottenuta l'iscrizione nell'elenco speciale.

Di conseguenza, così come l'avente causa nei trasferimenti per successione a causa di morte può beneficiare della maggiorazione del voto già maturata in capo al *de cuius*, analogamente la società o l'ente risultante dalla fusione (o dalla scissione) può continuare a godere della maggiorazione del voto attribuita alle azioni di cui era titolare la società o l'ente partecipante all'operazione; parallelamente, qualora il *vesting period* sia ancora in via di maturazione, il periodo di appartenenza continua ad essere calcolato a partire dall'originaria iscrizione.

La precisazione normativa sarebbe anche potuta apparire superflua, alla luce del principio di continuità dei rapporti giuridici che caratterizza fusione e scissione²⁴⁵ e dell'ormai pacifica natura giuridica di tali operazioni, ricondotte ad una «vicenda meramente evolutivo-modificativa dello stesso soggetto giuridico, che conserva la propria identità, pur in un nuovo assetto organizzativo»²⁴⁶. Tuttavia, per quanto anche in assenza di tale precisazione si sarebbe potuto concludere per il mantenimento della maggiorazione in capo al titolare di azioni "beneficiate", la scelta di confermare tale effetto conservativo è stata opportuna, soprattutto in considerazione della delicatezza del tema e delle incertezze che sarebbero nate qualora nemmeno gli statuti avessero provveduto a precisazioni in merito²⁴⁷.

²⁴⁵ Per la fusione il principio è sancito all'art. 2504 *bis* c.c. ma le medesime considerazioni valgono anche per la scissione. Riconoscono che la scissione costituisca una mera riarticolazione dell'ente sociale (conferendo all'operazione natura modificativa), *ex multis* P. FERRO-LUZZI, *La nozione di scissione*, in *Giur. comm.*, 1991, 1065; M. IRRERA, *Scissione della società*, in *Dig. it. disc. priv., sez. comm.*, XIII, Torino, 1996, 269; G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo-G.B. Portale, 7**, 2004, 186 ss. *Contra* A. PICCIAU, *Forme di scissione*, in *Trasformazione-fusione-scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2006, 1031 ss.

²⁴⁶ Cass. SU, ordinanza 8 febbraio 2006, n. 2637, in *Riv. not.*, 2006, 1136, in *Società*, 2006, 4, 459 e in *Corr. giur.*, 2006, 3, 316, con nota di V. CARBONE.

²⁴⁷ Cfr. L.A. BIANCHI, *Operazioni straordinarie, maggiorazione del voto e azioni a voto plurimo*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 99 ss.

L'inserimento della norma non ha però risolto tutti i problemi che la fusione o la scissione del titolare delle azioni maggiorate possono comportare: si fa riferimento, in particolare, al caso in cui tali operazioni determinino un mutamento di controllo del *loyal shareholder*. Sul punto, infatti, non può non rilevarsi un mancato coordinamento tra la prima e la seconda parte dell'art. 127-*quinquies*, comma 3, TUF: nel primo periodo si stabilisce la regola (inderogabile) secondo cui la cessione delle azioni comporta la perdita del voto maggiorato che le medesime attribuiscono; a tale ipotesi viene affiancata quella, ugualmente inderogabile, della cessione del controllo (diretta o indiretta) in società ed enti che detengano le predette azioni una partecipazione rilevante (ossia superiore alla soglia di cui all'art. 120, comma 2 TUF). Nella seconda parte della norma si sancisce invece che qualora il "cambiamento" del titolare delle azioni consegua ad una cessione *mortis causa* o ad una fusione o scissione, la maggiorazione - salvo diversa disposizione statutaria - si mantenga.

Ora, non essendovi precisazioni in merito, sorge il dubbio se l'eccezione dettata per le operazioni di fusione ricomprenda il caso in cui si realizzi un cambio di controllo o meno.

Poiché le eccezioni individuate dal legislatore si riferiscono l'una ad una successione "inevitabile" (a causa della morte del titolare) e l'altra ad un'operazione che - per il partecipante alla stessa - è neutrale (data la natura meramente evolutivo-modificativa della fusione), il principio ispiratore può ragionevolmente individuarsi nella volontà di consentire la conservazione del voto maggiorato qualora il mutamento del titolare non dipenda da (o non implichi) un venir meno della "fedeltà" per la quale il premio della maggiorazione è attribuito.

A fronte di tale *ratio* - e ricordando che le cessioni anche indirette del controllo comportano inderogabilmente la perdita della maggiorazione ai sensi della prima parte dell'art. 127-*quinquies*, comma 3, TUF - sembrerebbe potersi concludere che nei casi in cui la fusione o la scissione del titolare delle azioni porti ad un cambio del controllo di tale soggetto, non trovi più applicazione l'esenzione pre-

vista nella seconda parte della norma, con la conseguenza che la maggiorazione dovrebbe venir meno²⁴⁸.

Il problema emerge chiaramente in un esempio proposto da un Autore che, esaminando la questione, si domanda «qual è mai la differenza fra - da un lato - la cessione da parte di X a favore di Y della partecipazione di controllo sulla società A che detenga una partecipazione “maggiorata” in B e - dall’altro - la fusione di A con C per effetto della quale non più X, bensì Y diventi il *controlling shareholder* della società A-C post-fusione? Francamente nessuna: la modifica sostanziale del titolare ultimo dell’investimento in B è, sostanzialmente, identica in entrambi i casi»²⁴⁹.

Dall’esempio emerge come le operazioni di fusione e scissione, per quanto abbiano natura “neutrale” per la società o ente partecipante alle stesse, ben potrebbero comportare un mutamento del titolare ultimo delle partecipazioni di controllo (che è il soggetto cui il legislatore fa riferimento nel sancire che una cessione del controllo - diretta o indiretta - causa la perdita della maggiorazione per l’azionista “controllato” - e, quindi, non più *loyal* - che deteneva azioni beneficate in una misura superiore a quella di cui all’art. 120 TUF).

A fronte di tali condivisibili e complessi interrogativi, la dottrina individua come soluzione preferibile quella di adottare accurate clausole statutarie che prevedano espressamente la perdita della maggiorazione nel caso in cui la fusione o la scissione comportino un mutamento del controllo del soggetto titolare delle azioni a voto maggiorato.

La maggior parte delle società, tuttavia, si è limitata o a riprodurre il testo di legge (come nell’esempio *infra* riportato di Dea Capital) o ad aggiungere un mero richiamo alle disposizioni sulle cessioni del controllo (come in Maire Technimont)²⁵⁰:

La maggiorazione del diritto di voto viene meno [...] in caso di cessione diretta o indiretta di partecipazioni di controllo in società o enti che detengono azioni a voto maggiorato in misura superiore alla soglia prevista dall'articolo

²⁴⁸ Cfr. L.A. BIANCHI, *Operazioni straordinarie, maggiorazione del voto e azioni a voto plurimo*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 104.

²⁴⁹ E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 127-quinquies TUF*, cit., 3984.

²⁵⁰ Cfr. tavola Sinottica n. 8.

120, comma 2 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. La maggiorazione di voto [...] si conserva in caso di fusione o scissione del titolare delle azioni a favore della società risultante dalla fusione o beneficiaria della scissione.

(Dea Capital, art. 9)

3. La maggiorazione di voto già maturata ovvero, se non maturata, il periodo di titolarità necessario alla maturazione del voto maggiorato, sono conservati [...] in caso di fusione o scissione del titolare delle azioni a favore della società risultante dalla fusione o beneficiaria della scissione, *fermo quanto infra previsto al comma settimo*.

7. La maggiorazione di voto *viene meno* per le azioni (i) oggetto di cessione a qualsiasi titolo oneroso o gratuito, ovvero costituite in pegno, oggetto di usufrutto e di altri vincoli che attribuiscono ad un terzo il diritto di voto, (ii) possedute da società o enti (i “Partecipanti”) che posseggono partecipazioni in misura superiore alla soglia prevista dell’art. 120, comma 2 d.lgs. 58/1998 *in caso di cessione a qualsiasi titolo, gratuito od oneroso, del controllo* (per tale intendendosi la fattispecie dell’art. 2359, primo comma n. 1, cod. civ.), diretto od indiretto nei Partecipanti stessi, fatta avvertenza che non costituiscono al fine di quanto sopra una cessione rilevante le fattispecie di cui sopra al terzo comma²⁵¹.

(Maire Tecnimont, art. 6-bis, commi 3 e 7)

Solo una minoranza delle società che hanno adottato il voto maggiorato (quattro su trentacinque)²⁵² hanno optato per una formulazione più esplicita e, facendo propri i suggerimenti della dottrina sopra riportata, precisano che il voto maggiorato si conserva solo ove la fusione non determini un cambio di controllo.

In Campari e Ternienergia, inoltre, si procede ad un *opt-out* “parziale”, attribuendo rilevanza interruttiva anche ad operazioni che, altrimenti, consentireb-

²⁵¹ L’ultimo inciso è inserito al fine di effettuare un coordinamento con le ipotesi di legge che non comportano la perdita della maggiorazione. La dottrina ha chiarito che tale coordinamento - operante anche senza esplicito richiamo - implica che «non rilevano, neppure nella cessione indiretta (cioè della partecipazione di controllo nel socio titolare delle azioni con voto maggiorato), i trasferimenti [...] che non costituiscono cessione interruttiva del voto maggiorato» (P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 462). Di conseguenza: se il soggetto controllante “muta” per successione *mortis causa* o perché parte di una fusione o scissione, il soggetto controllato manterrà il voto doppio, così come lo conserverà qualora esso stesso partecipi ad una fusione o una scissione (purché non determinino un mutamento del controllo). Se, invece, la fusione (o scissione) del titolare delle azioni maggiorate porta ad un cambio del controllo, l’“appartenenza” delle azioni deve considerarsi interrotta, e la maggiorazione persa.

²⁵² Cfr. tavola Sinottica n. 8.

bero di mantenere il beneficio della maggiorazione; solo la società Poligrafica - si noti infine - effettua un *opt-out* totale²⁵³.

Nel caso in cui le azioni o il diritto reale legittimante sia trasferito per effetto di fusione o scissione di un soggetto che sia iscritto nell'elenco speciale, la persona giuridica o l'ente avente causa ha diritto di chiedere l'iscrizione con la stessa anzianità d'iscrizione dell'ente dante causa (con conseguente conservazione del beneficio del voto maggiorato ove già maturato) ove la fusione o scissione non abbia determinato il cambio di controllo, ivi inclusa la cessazione del controllo.

(Hera, art. 6.4)

Nel caso in cui il diritto reale legittimante sia trasferito per effetto di fusione o scissione di un ente che sia iscritto nell'elenco speciale e *che sia soggetto a controllo*, l'ente avente causa ha diritto di chiedere l'iscrizione con la stessa anzianità d'iscrizione dell'ente dante causa *ove la fusione o scissione non abbia determinato cambio di controllo* (con conseguente conservazione del beneficio del voto doppio ove già maturato). Nel caso in cui il diritto reale legittimante sia trasferito per effetto di fusione o scissione di un ente che sia iscritto nell'elenco speciale e *che non sia soggetto a controllo*, l'ente avente causa ha diritto di chiedere l'iscrizione con la stessa anzianità d'iscrizione dell'ente dante causa *ove il peso del valore contabile delle azioni della Società rispetto al patrimonio netto dell'ente avente causa non ecceda il cinque per cento* e non sia superiore al corrispondente peso, su basi omogenee, rispetto al patrimonio netto dell'ente dante causa (con conseguente conservazione del beneficio del voto doppio ove già maturato).

(Campari, art. 6.10)

2.14. Segue. ... e per gli aumenti gratuiti del capitale sociale.

Una terza eccezione al principio per cui, per l'attribuzione del voto maggiorato, è necessario che le azioni siano appartenute al medesimo soggetto per un periodo continuativo di almeno ventiquattro mesi, è sancita con riguardo

²⁵³ La tecnica redazionale è peculiare, in quanto, sebbene le operazioni di fusione e scissione non comportino alcun "trasferimento", l'art. 7, comma 9, dello statuto - operando una sorta di "parallelismo terminologico" con gli atti *mortis causa* (rispetto ai quali ci si esprime in termini di "trasferimento della proprietà per successione per causa di morte") - prevede che «nel caso in cui la proprietà sia trasferita per effetto di fusione o scissione di un ente che sia iscritto nell'Elenco Speciale, l'ente avente causa perde il diritto al voto doppio».

all'aumento gratuito del capitale sociale. Il titolare di azioni che già beneficiano del voto maggiorato, dunque, non deve attendere il decorso di un nuovo periodo per poter godere della maggiorazione relativamente alle nuove azioni di cui è divenuto titolare in forza dell'aumento.

La scelta del legislatore è stata definita «condivisibile, attesa la natura meramente contabile»²⁵⁴ dell'aumento gratuito, anche in considerazione del fatto che, ai sensi dell'art. 2442 c.c., «le azioni rinvenienti da un aumento gratuito *devono* venir assegnate ai soci»²⁵⁵.

Così come per i trasferimenti *mortis causa* e per le operazioni di fusione e scissione, anche per l'aumento gratuito si consente all'autonomia statutaria di derogare alla regola prevista - in via dispositiva - dal legislatore. Tuttavia, la possibilità di un *opt-out* statutario rispetto alla regola di estensione della maggiorazione alle nuove azioni merita alcune precisazioni.

Al fine di tutelare la parità di trattamento tra i soci, l'esclusione o la limitazione della maggiorazione del voto per le nuove azioni deve operare rispetto a tutti i soci, cosicché, all'esito dell'operazione, la percentuale di diritti di voto di ciascuno rimanga invariata. Pertanto, è da ritenersi illegittima una clausola volta a subordinare l'estensione del beneficio del voto maggiorato sulle nuove azioni emesse a condizioni ulteriori o diverse rispetto a quelle che originariamente previste nella clausola di maggiorazione, in quanto, oltre a violare la parità di trattamento dei soci, ben si presterebbe ad abusi della maggioranza²⁵⁶.

È invece da ritenersi ammissibile una clausola che escluda o limiti l'estensione del beneficio in capo a tutti i soci (che, di conseguenza, si vedrebbero attribuiti, al termine dell'operazione, meno diritti di voto di quelli di cui avrebbero beneficiato se l'estensione del premio alle nuove azioni fosse stata "piena"). Tale clausola, operando nel rispetto della parità di trattamento dei soci, è legittima in quanto, oltre ad essere espressamente prevista dal legislatore, si caratterizza per il

²⁵⁴ L.A. BIANCHI, *Operazioni straordinarie, maggiorazione del voto e azioni a voto plurimo*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 105.

²⁵⁵ L.A. BIANCHI, *op. loc. ultt. citt.*, (sottolineatura aggiunta)

²⁵⁶ L.A. BIANCHI, *op. ult. cit.*, 106-107.

fatto di lasciare invariata la proporzione tra le percentuali dei diritti di voto esercitati dai soci prima e dopo l'operazione²⁵⁷.

Tali considerazioni sono rimaste tuttavia confinate al dibattito dottrinale, posto che, ad oggi, nessuna società ha inserito nel proprio statuto una deroga all'estensione automatica della maggiorazione del voto in caso di aumento gratuito del capitale; la scelta peraltro non stupisce, posto che l'*opt-out* concesso dal legislatore è stato fin dai primi commenti considerato una «decisione singolare sul lato pratico»²⁵⁸ e «scarsamente verosimile»²⁵⁹. Salvo lievi variazioni lessicali, in tutti gli statuti è riportata una clausola del seguente tenore:

La maggiorazione del diritto di voto si estende proporzionalmente alle azioni di nuova emissione (le “Nuove Azioni”): (i) di compendio di un aumento gratuito di capitale ai sensi artt. 2442 cod. civ. spettanti al titolare in relazione alle azioni per le quali sia già maturata la maggiorazione di voto (le “Azioni Originarie”).

(Datalogic, art. 6).

Si precisa, infine, che anche ove non espressamente previsto, per le nuove azioni assegnate ad un socio che non abbia ancora maturato la maggiorazione del voto rispetto alle azioni “originarie”, si applicherà il principio del «subentro dell'assegnatario delle nuove azioni con la medesima anzianità di maturazione originaria»²⁶⁰.

²⁵⁷ In tal senso, ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, cit., 512; P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 460 ss; L.A. BIANCHI, *op. ult. cit.*, 106-107. *Contra* E. MARCHISIO, *La “maggiorazione del voto”*, cit., 98, il quale afferma che, nonostante quanto sembri ammettere il legislatore concedendo la facoltà di *opt out*, sarebbe nulla qualsiasi clausola che escluda l'estensione della maggiorazione alle nuove azioni emesse in sede di aumento gratuito: «ciascun socio non può che mantenere il beneficio della maggiorazione del voto nella medesima percentuale di partecipazione precedente all'aumento e che la clausola statutaria che escludesse tale estensione (*rectius* mantenimento) sarebbe nulla». La tesi non sembra tuttavia condivisibile in quanto se si escludesse del tutto la maggiorazione, o la si limitasse ad una sorta percentuale sul totale delle nuove azioni emesse, in ogni caso il “peso proporzionale” di ogni socio risulterebbe invariato e, quindi, la parità di trattamento rispettata.

²⁵⁸ L.A. BIANCHI, *op. loc. ultt. citt.*

²⁵⁹ E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 127-quinquies TUF*, cit., 3982 ss..

²⁶⁰ L.A. BIANCHI, *op. ult. cit.*, 107.

2.15. Aumento oneroso del capitale sociale e opt-in statutario.

Se per l'aumento gratuito del capitale sociale il legislatore prevede l'estensione della maggiorazione alle nuove azioni emesse salvo espressa deroga statutaria, la disciplina dettata per gli aumenti onerosi del capitale sociale si pone in una prospettiva "rovesciata", in quanto ai sensi dell'127-*quinquies*, comma 4, TUF «lo statuto può prevedere che la maggiorazione del voto si estenda proporzionalmente alle azioni emesse in esecuzione di un aumento di capitale mediante nuovi conferimenti».

In assenza di diversa previsione statutaria, dunque, la maggiorazione del voto non si estende alle nuove azioni. Per queste ultime, quindi, indipendentemente dal fatto che il socio che le sottoscrive abbia già maturato la maggiorazione per altri titoli azionari, è necessario il decorso di un nuovo periodo continuato di "appartenenza", al termine del quale si potrà beneficiare del voto maggiorato.

La diversità di trattamento per le due tipologie di aumento del capitale (gratuito e oneroso) è determinata dal fatto che, mentre nel primo i valori utilizzati derivano da risorse già investite in società - motivo per cui l'operazione rimane «meramente contabile»²⁶¹ -, nel secondo è effettuato «un vero e proprio nuovo investimento»²⁶². Ne consegue che il titolare del voto maggiorato non goda di alcun "diritto al rango", ossia di quel «diritto a vedere inalterata l'incidenza del potere amministrativo del quale [...] beneficiava prima dell'aumento di capitale»²⁶³.

Come sopra anticipato, tuttavia, è concessa la possibilità di derogare alla disciplina dettata in via dispositiva dal legislatore tramite un *opt-in* statutario, ossia inserendo una clausola in forza della quale la maggiorazione del voto si estenda anche alle azioni emesse in esecuzione di un aumento di capitale a pagamento.

Ad oggi, tutte le società che contemplano nel proprio statuto il voto maggiorato si sono avvalse di tale possibilità, inserendo clausole che, come le seguenti, o si limitano a riportare la formulazione dell'art. 127-*quinquies*, comma 4, TUF o

²⁶¹ L.A. BIANCHI, *op. ult. cit.*, 105.

²⁶² E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 127-quinquies TUF*, cit., 3986. Conformi B. MASSELLA DUCCI TERI, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 632 e G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate*, cit., 158.

²⁶³ L.A. BIANCHI, *op. ult. cit.*, 107.

precisano che l'estensione può avvenire solo in caso di aumento offerto in opzione:

la maggiorazione del diritto di voto si estende proporzionalmente alle azioni di nuova emissione [...] sottoscritte dal titolare delle Azioni Originarie nell'ambito di un aumento di capitale mediante nuovi conferimenti;

(Datalogic, art. 6).

La maggiorazione di voto si estende alle azioni [...] sottoscritte dal titolare delle Azioni Originarie nell'esercizio del diritto di opzione spettante in relazione a tali azioni;

(Maire Tecnimont, art. 6 bis comma 4).

Il riferimento all'esercizio del diritto di opzione, effettuata solo da alcune società, non comporta peraltro l'applicazione, per queste ultime, di una disciplina "più restrittiva" in quanto «la possibilità di estendere la maggiorazione alle azioni rinvenienti da un aumento di capitale con la qualificazione-limite della *proporzionalità* esclude la possibilità di utilizzare l'esclusione, limitazione, non spettanza dell'opzione per accrescere il peso percentuale delle azioni che fruiscono della maggiorazione»²⁶⁴.

Il criterio della proporzionalità, dunque, pone i confini entro i quali è possibile "modulare" l'*opt-in* statutario, motivo per cui, se da un lato si può estendere la maggiorazione del voto a una parte soltanto delle nuove azioni da sottoscrivere (purché detta limitazione incida proporzionalmente su tutti i soci)²⁶⁵, è invece del tutto esclusa la possibilità di prevedere tale estensione in caso di aumento con limitazione o esclusione del diritto di opzione. Se, infatti, si potesse attribuire la maggiorazione del voto alle nuove azioni offerte solo a determinati soci o a terzi, si realizzerebbe un'ingiustificata disparità di trattamento tra i soci preesistenti (che hanno dovuto attendere il decorso del *vesting period* per poter beneficiare della maggiorazione) e i nuovi sottoscrittori (che si vedrebbero immediatamente attribuito il voto maggiorato)²⁶⁶.

²⁶⁴ P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 460 ss. (corsivo aggiunto).

²⁶⁵ L.A. BIANCHI, *op. ult. cit.*, 108.

²⁶⁶ L.A. BIANCHI, *op. ult. cit.*, 109-110.

Parallelamente, non è data la possibilità - come anche sopra esaminato in tema di aumento gratuito - di subordinare l'estensione della maggiorazione al verificarsi di requisiti diversi ed ulteriori rispetto a quelli originariamente previsti in statuto, poiché, anche in tal caso, risulterebbe violata la parità di trattamento dei soci.

Per ciò che concerne, inoltre, la determinazione dell'“anzianità” ai fini del calcolo per la maggiorazione del voto (nel caso in cui il socio che eserciti il diritto di opzione sia titolare di azioni per le quali la maggiorazione del voto non si è ancora realizzata), trova applicazione lo stesso principio sopra analizzato per l'aumento gratuito, come precisato dalla maggior parte degli statuti:

nei casi previsti dal precedente comma 4, ove la maggiorazione di voto per le Azioni Originarie non sia ancora maturata, ma sia in via di maturazione, la maggiorazione di voto spetterà alle Nuove Azioni per le quali sia avvenuta l'iscrizione nell'Elenco Speciale dal momento del compimento del periodo di appartenenza calcolato a partire dalla iscrizione nell'Elenco Speciale delle Azioni Originarie;

(Maire Tecnimont, art. 6 bis, comma 6).

La dottrina si è ancora interrogata sulla possibilità che l'estensione della maggiorazione operi anche in caso di aumento di capitale delegato e di cessione del diritto di opzione, rispondendo positivamente al primo interrogativo²⁶⁷ e concludendo invece in senso negativo per il secondo, in considerazione sia del «carattere personale» del “premio di fedeltà” e dell'impossibilità di ravvisare una quale “appartenenza continuativa” in capo al cessionario del diritto di opzione²⁶⁸.

2.16. Il voto maggiorato nelle operazioni di fusione e scissione.

È già stato analizzato come, salvo *opt-out* statutario, il titolare di azioni iscritto nell'elenco speciale non perda il *vesting period* già decorso o il voto doppio già maturato qualora esso stesso partecipi ad una fusione o scissione²⁶⁹. Diver-

²⁶⁷ P. MONTALENTI, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 225.

²⁶⁸ L.A. BIANCHI, *op. ult. cit.*, 111.

²⁶⁹ Cfr. *supra* Cap. III, par. 2.13.

sa, invece, è l'ipotesi in cui a partecipare all'operazione sia la stessa società emittente titoli con voto maggiorato.

L'interrogativo che ci si pone, ossia se il "premio di fedeltà" possa essere traslato sulle azioni ricevute in concambio, è risolto positivamente dal legislatore che, in parallelo all'ipotesi di aumento del capitale a pagamento, ammette il relativo *opt-in* statutario.

Tuttavia, la decisione finale in merito alla conservazione del beneficio non è rimessa allo statuto della sola emittente titoli a voto maggiorato, bensì ai singoli progetti di fusione o di scissione (art. 127-*quinquies*, comma 4, TUF): l'impossibilità di prevedere un "diritto" dei *loyal shareholders* a mantenere il voto doppio anche nella società risultante dalla fusione o scissione risiede nel fatto che i caratteri di tali operazioni non derivano dalla sole determinazioni di una società ma dall'accordo di tutte le partecipanti, accordo consacrato, per l'appunto, nel progetto²⁷⁰.

Eccettuato il solo caso della scissione a favore di società di nuova costituzione (per il quale lo statuto potrebbe direttamente imporre la continuazione del voto maggiorato, essendo unica protagonista la società scissa)²⁷¹, l'*opt-in* statutario costituisce dunque solo un "pre-requisito" per la sopravvivenza del voto maggiorato. In altre parole, non sussiste l'obbligo di garantire la maggiorazione del voto ai soci della società incorporata, con la conseguenza che questi ultimi, non avendo maturato il *vesting period* rispetto alle azioni dell'incorporante date in concambio, potrebbero vedersi conservato il voto maggiorato solo ove il progetto lo preveda²⁷².

Rimanendo in tema di individuazione dei soggetti che potrebbero beneficiare del computo del periodo di "fedeltà" già decorso, non si pongono particolari

²⁷⁰ P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 463; L.A. BIANCHI, *op. ult. cit.*, 111. Per una critica alla tecnica redazionale della norma, E. MARCHISIO, *La "maggiorazione del voto"*, cit., 102.

²⁷¹ Lo segnala P. MARCHETTI, *op. loc. ultt. citt.*

²⁷² Per una critica nei confronti della scelta di prevedere anche per le fusioni e scissioni un meccanismo di *opt-in* analogo a quello sopra esaminato per gli aumenti di capitali cfr. G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate*, cit., 159, il quale segnala che sarebbe stato preferibile prevedere un meccanismo di estensione automatica della maggiorazione (salvo *opt-out* statutario) in quanto l'operazione consiste in «una semplice vicenda di riorganizzazione e di ridefinizione di un investimento preesistente, che allora ha già scontato, per così dire, l'immobilizzazione per il tempo previsto dallo statuto».

dubbi per i soci (di società quotata incorporata) che già godano del voto doppio o che, iscritti nell'apposito elenco, non abbiano ancora maturato il diritto alla maggioranza. Più delicata, invece, è la posizione dei soci di società non quotate che partecipino ad una fusione o scissione con società (quotate) che contemplano la maggioranza del voto: in dottrina ci si è chiesti se possa attribuirsi rilievo anche alla "fedeltà" di questi ultimi (nonostante, quindi, fossero soci di una società che non poteva contemplare la maggioranza del voto e che, quindi, non disponeva di un elenco speciale in cui iscrivere i soci "fedeli"). La risposta sembra essere negativa, non tanto per ragioni formali (il periodo di appartenenza delle azioni potrebbe attestarsi in base alle risultanze del libro soci), quanto per il fatto che realizzerebbe una disparità di trattamento tra coloro che acquistassero sul mercato le azioni della società risultante dalla fusione e i soci dell'incorporante (fino ad allora non quotata)²⁷³.

Al di là di tali profili e analizzando la prassi, quasi tutti gli statuti che contengono la clausola di maggioranza effettuano l'*opt-in*, riproducendo la disposizione legislativa e consentendo in tal modo che un'eventuale operazione di fusione o scissione (sempreché il progetto lo preveda) non comporti la perdita della maggioranza.

La maggioranza di voto [...] può spettare anche alle azioni assegnate in cambio di quelle cui è attribuito il diritto di voto maggiorato, in caso di fusione o di scissione, qualora ciò sia previsto dal relativo progetto.

(Fidia, art. 5)

2.17. Rinuncia alla maggioranza del voto.

La possibilità di rinunciare al beneficio della maggioranza del voto è stata espressamente prevista dal legislatore della riforma all'art. 127-*quinquies*, comma

²⁷³ Si veda in tal senso L.A. BIANCHI, *op. ult. cit.*, 113, il quale tuttavia sottolinea come spunti a favore della soluzione opposta potrebbero rinvenirsi all'art. 127-*quinquies*, comma 7, TUF, che attribuisce eccezionale rilevanza al periodo di appartenenza delle azioni antecedente all'iscrizione nell'elenco. Il Marchetti aggiunge che si potrebbe lecitamente attribuire rilevanza all'appartenenza delle azioni in capo ai soci dell'incorporata (non quotata) purchè - in vista della quotazione - si sia inserita una "clausola di maggioranza" con effetto differito all'ammissione alle negoziazioni e si computi per la maturazione del "premio" solo il periodo successivo all'inizio della procedura di quotazione (P. MARCHETTI, *op. ult. cit.*, 450).

1, TUF, ove si afferma che «gli statuti *possono* altresì prevedere che colui al quale spetta il diritto di voto possa irrevocabilmente rinunciare, in tutto o in parte, al voto maggiorato».

Occorre in primo luogo precisare che la rinuncia in esame è da tenersi distinta dalla mera rinuncia all'*esercizio* del voto (sia esso singolo o maggiorato), in quanto quest'ultima decisione può essere effettuata in occasione di ogni singola assemblea (essendo il voto un diritto - e non un obbligo - per chi ne sia titolare) e non pregiudica in alcun modo la possibilità di godere del “premio di fedeltà” per le successive deliberazioni²⁷⁴. La rinuncia alla maggiorazione, invece, comporta la perdita definitiva del potenziamento del voto, che non potrà più essere esercitato nelle assemblee successive alla data in cui è avvenuta la rinuncia stessa.

Ciò premesso, è interessante esaminare più nel dettaglio la formulazione dell'articolo sopra citato, in quanto sono stati sollevati dubbi in dottrina non solo sul significato da attribuire alla “irrevocabilità”, ma soprattutto sulle implicazioni dell'eventuale mancanza di un *opt-in* statutario relativamente alla rinuncia stessa.

In merito all'irrevocabilità sembra prevalere l'interpretazione secondo cui la rinuncia porti alla definitiva decadenza dalla maggiorazione rispetto a tutte o parte delle azioni (con conseguente cancellazione delle medesime dall'“apposito elenco”²⁷⁵), senza tuttavia che ciò precluda la possibilità di una nuova iscrizione per quelle stesse azioni, così da far decorrere *ex novo* il termine per la maturazione del “premio di fedeltà”²⁷⁶. Secondo tale interpretazione, dunque, la natura irrevocabile della rinuncia comporterebbe da un lato l'impossibilità di limitarsi a “sospendere” per un dato tempo gli effetti della maggiorazione (ossia di riacquisire automaticamente il beneficio con una successiva revoca della rinuncia) ma, dall'altro, non impedirebbe la richiesta di una nuova iscrizione nell'elenco speciale cosicché, una

²⁷⁴ Si soffermano su tale rilievo P. MARCHETTI, *op. ult. cit.*, 459 ed E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 127-quinquies TUF*, cit., 3974.

²⁷⁵ Sull'Elenco speciale in cui iscriversi per poter accere e beneficiare della maggiorazione del voto si veda *supra* Cap. III, par. 2.7.

²⁷⁶ In tal senso E. LA MARCA, *Azioni(sti) con voto maggiorato*, cit., 7; ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, cit., 511; B. MASSELLA DUCCI TERI, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 631; P. MARCHETTI, *op. ult. cit.*, 459; G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate*, cit., 159, il quale tuttavia aggiunge che lo statuto potrebbe, con espressa disposizione, precludere in via definitiva la possibilità di richiedere una nuova iscrizione dell'elenco speciale per quelle azioni rispetto alle quali è stata esercitata la rinuncia.

volta nuovamente decorso il periodo di “appartenenza”, si possa riacquisire la maggiorazione.

Altra dottrina ha tuttavia suggerito che sarebbe più coerente con il disposto normativo ritenere che, in caso di rinuncia al voto maggiorato ai sensi dell’art. 127-*quinquies* TUF, non si possa più richiedere una nuova iscrizione rispetto ai medesimi titoli; conseguentemente, se si volesse riacquisire il premio di fedeltà, bisognerebbe cedere quelle azioni per le quali si è effettuata la rinuncia e acquistare di nuove²⁷⁷.

La prassi sembra essersi “espressa” a favore del primo orientamento sopra esposto - secondo il quale l’irrevocabilità non preclude una nuova iscrizione dei titoli nell’apposito elenco -, dal momento che la netta maggioranza delle società che hanno adottato la maggiorazione del voto (tra cui tutte quelle che l’hanno deliberata nel 2017)²⁷⁸, hanno inserito nei propri statuti formulazioni analoghe alla seguente:

È sempre riconosciuta la facoltà in capo a colui cui spetta il diritto di voto maggiorato di rinunciare in ogni tempo irrevocabilmente (in tutto o in parte) alla maggiorazione del diritto di voto, mediante comunicazione scritta da inviare alla società, fermo restando che la maggiorazione del diritto di voto *può essere nuovamente acquisita rispetto alle azioni per le quali è stata rinunciata* con una nuova iscrizione nell’Elenco Speciale e il decorso integrale del periodo di appartenenza continuativa non inferiore a 24 mesi.

(Fidia, art. 5)

Un altro delicato problema interpretativo, sorto rispetto alla formulazione dell’art. 127-*quinquies* TUF, riguarda la disciplina applicabile ad una società quotata che abbia adottato la maggiorazione del voto senza tuttavia precisare alcunché in merito alla rinuncia alla stessa.

Secondo parte della dottrina, la norma, prevedendo che le società *possano* introdurre la clausola di rinuncia, sarebbe strutturata secondo una logica di *opt-in*

²⁷⁷ E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 127-quinquies TUF*, cit., 3975-3976.

²⁷⁸ Cfr. la tavola Sinottica n. 10.

statutario, con la conseguenza che potrebbero ricorrere alla rinuncia della maggioranza solo i soci di quelle società che espressamente la prevedono²⁷⁹.

Altri Autori hanno al contrario sostenuto che la rinunciabilità sia un carattere essenziale del voto maggiorato, affermando che «non può non trovare spazio la rinuncia individuale, tanto più allorché ciò cui si rinuncia (il voto maggiorato) nasce da un comportamento (la fedeltà) di chi ne è titolare»²⁸⁰. A sostegno di tale teoria è stato richiamato il fatto che, se nemmeno i diritti “di categoria” hanno carattere perpetuo, potendo essi essere rimossi con il consenso della maggioranza dei titolari (ossia con una rinuncia “di gruppo”), a maggior ragione al privilegio che derivi da un comportamento individuale - e non idoneo a “far categoria” - deve potersi liberamente rinunciare. Di conseguenza, non potendo lo statuto impedire la rinuncia, esso potrebbe esclusivamente limitarsi a modularne gli effetti. Ed è proprio in tal senso che viene letto l’“*opt-in* statutario” di cui all’art. 127-*quinquies* TUF, dal quale dipenderebbe, dunque, non la legittimazione alla rinuncia della maggioranza quanto, piuttosto, la possibilità di rinunciare al voto maggiorato per solo parte delle azioni²⁸¹.

Questo secondo orientamento, benché meno aderente alla lettera della legge, sembrerebbe preferibile, anche in considerazione del carattere volontaristico che permea tutte le fasi della maggioranza del voto (l’iscrizione nell’elenco speciale, il possesso continuato delle azioni per tutto il *vesting period* e, salvo che sia diversamente disposto in statuto, la comunicazione dell’intermediario, su richiesta del titolare delle azioni, per il riconoscimento della maggioranza). Inoltre, solo ritenendo che la rinuncia sia caratteristica essenziale del voto maggiorato si potrebbe

²⁷⁹ Propendono per l’interpretazione più “letterale”, secondo cui la legittimazione della rinuncia dipende dalla presenza della clausola in statuto B. MASSELLA DUCCI TERI, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 633; E. BARCELLONA, *Commento sub. art. 127-quinquies TUF*, cit., 3976 e M. LAMANDINI, *Voto plurimo, voto maggiorato e disciplina dell’OPA*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, cit., 128.

²⁸⁰ P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 458-459. Conforme G. GUIZZI, *La maggioranza del diritto di voto nelle società quotate*, cit., 159, spec. nota 17.

²⁸¹ «Verosimilmente, il valore normativo dell’*opt-in* sta proprio nella rinunciabilità parziale», così P. MARCHETTI, *op. ult. cit.*, 459. Per il Guizzi, invece, l’*opt-in* sarebbe determinante al fine di conferire alla rinuncia carattere irrevocabile e comporterebbe «la perdita definitiva della possibilità - almeno rispetto alle azioni per cui il presupposto era stato in precedenza soddisfatto - di rinnovare l’iscrizione nell’elenco, e quindi di dare avvio a un nuovo periodo maturato il quale riacquistare la prerogativa prima acquisita e poi rinunciata; possibilità che, allora, nel silenzio dello statuto deve ritenersi, invece, consentita» (G. GUIZZI, *op. loc. ultt. citt.*).

realizzare pienamente quanto previsto nel Regolamento Emittenti in tema di esenzioni per “OPA passiva”. L’art. 49 lett. e) del Regolamento - come meglio *infra* analizzato²⁸² - prevede, infatti, che non sia tenuto all’obbligo di OPA il socio che, superate le soglie in seguito a maggiorazione del voto, si impegni a cedere a parti non correlate i titoli o a ridurre i diritti di voto entro dodici mesi. Qualora si facesse dipendere la rinuncia alla maggiorazione dalla presenza della relativa clausola in statuto, in mancanza di quest’ultima, si potrebbe andare esenti dagli obblighi di OPA solo alienando parte delle proprie partecipazioni, “contraendo” così la tutela prevista all’art. 49²⁸³.

Tali considerazioni sono in ogni caso destinate a rimanere su un piano astratto, in quanto non vi è ad oggi società che non contempa nel proprio Statuto la rinuncia irrevocabile (totale e parziale) della maggiorazione del voto. Nemmeno lo Statuto della Centrale del Latte - che è senza dubbio il più sintetico in merito alla disciplina della maggiorazione del voto - tralascia la clausola sulla rinuncia:

L’azionista cui spetta il diritto di voto maggiorato può rinunciarvi, per tutte o solo alcune delle sue azioni; alla rinuncia consegue automaticamente la cancellazione dall’Elenco delle azioni per le quali il diritto di voto maggiorato è stato rinunciato. Resta fermo il diritto del medesimo azionista di richiedere nuovamente l’iscrizione nell’Elenco al fine di far decorrere un nuovo periodo continuativo per le azioni per le quali il diritto di voto maggiorato è stato rinunciato.

(Centrale del Latte, art. 5)

Sembra dunque pienamente confermata la previsione della dottrina che ha ritenuto «probabile, se non certo» che la prassi sarebbe stata accorta nell’evitare il sorgere di questioni interpretative in merito alla rinunciabilità della maggiorazione²⁸⁴.

²⁸² Sui rischi - e le esenzioni - relativi all’OPA passiva, cfr. *infra* Cap. III, par. 3.6.

²⁸³ In alternativa - ma solo ove la società non preveda un meccanismo automatico di maggiorazione del voto - il socio potrebbe astenersi dall’effettuare la richiesta in forza della quale l’Intermediario provvede alla comunicazione necessaria ai fini del riconoscimento della maggiorazione del voto. Sul punto, M. LAMANDINI, *Voto plurimo, voto maggiorato e disciplina dell’OPA*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 129.

²⁸⁴ E. BARCELONA, *Commento sub. art. 127-quinquies TUF*, cit., 3977.

3. Profili e problemi comuni

3.1. *Il calcolo dei quorum assembleari: chiarimenti (e silenzi) del legislatore.*

Uno degli aspetti più delicati della disciplina del voto plurimo e maggiorato concerne l'inevitabile coordinamento con quella relativa ai *quorum* assembleari.

Il legislatore della riforma del 2014 ha tuttavia provveduto in modo espresso a tale coordinamento solo rispetto al voto maggiorato e non anche con il voto plurimo di cui all'art. 2351 c.c., forse complice il fatto che la modifica apportata al citato articolo – con cui si è ammesso il potenziamento del voto anche per le società chiuse – non era contemplata nell'originario progetto della riforma ma è stata operata solo in sede di conversione del Decreto Legge n. 91/2014.

Per ciò che concerne le società quotate, l'art. 127-*quinquies*, comma 8, TUF prevede che «se lo statuto non dispone diversamente, la maggiorazione del diritto di voto si computa anche per la determinazione dei *quorum* costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale. La maggiorazione non ha effetto sui diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale».

È indubbio, quindi, che in una società quotata in cui vi siano soci che abbiano maturato la maggiorazione del voto, per la verifica della regolare costituzione dell'assemblea e assunzione delle relative delibere si debba tener conto non del numero delle azioni dotate del diritto di voto, ma del numero di voti spettanti alle stesse. E ciò sia per la “base di calcolo” (ossia per il “denominatore” della frazione attraverso la quale verificare il raggiungimento del *quorum*), sia per l'ammontare dei voti necessari per la costituzione e deliberazione dell'assemblea (ossia il “numeratore” della frazione), indipendentemente dal fatto che il *quorum* sia riferito al capitale sociale “totale” o a quello “rappresentato” (come previsto, ad esempio e rispettivamente, per la costituzione in prima convocazione dell'assemblea ordinaria o per la deliberazione in seconda della straordinaria).

A titolo di esempio, l'assemblea straordinaria di una società quotata il cui capitale sia diviso in 1.000.000 azioni di cui 200.000 con voto maggiorato (già maturato) potrebbe essere regolarmente costituita in seconda convocazione con la sola partecipazione dei titolari delle azioni dotate di voto maggiorato, in quanto

queste ultime consentono di esprimere 400.000 voti (ossia 1/3 dei totali 1.200.000 voti spettanti alle azioni emesse dalla società al momento della riunione).

Per ciò che concerne i diritti “amministrativi”, come sopra anticipato, il legislatore stabilisce che la maggiorazione non possa influenzare l’esercizio dei diritti diversi dal voto spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale²⁸⁵. Per l’esercizio di tali diritti, dunque, l’attenzione torna necessariamente a focalizzarsi sul numero dei titoli azionari emessi (e non più su quello dei voti esprimibili), con la conseguenza che i titolari di azioni a voto maggiorato tornano ad avere il medesimo “peso proporzionale” di tutti gli altri azionisti (privi di detto beneficio).

Nulla è precisato, invece, in materia di voto plurimo per il calcolo dei *quorum* costitutivi e deliberativi o per l’esercizio degli altri diritti amministrativi: a differenza di quanto previsto nel Testo Unico della Finanza in merito al voto maggiorato, il legislatore, per le società chiuse, si è limitato ad eliminare il divieto di emissione di azioni a voto plurimo, senza tuttavia preoccuparsi di disciplinarne gli effetti (tra cui, appunto, il computo dei *quorum* di cui agli artt. 2368 e 2369 c.c.).

Si è quindi reso necessario uno sforzo interpretativo da parte della dottrina che, si anticipa - ma sarà meglio precisato nel paragrafo che segue -, propone un’interpretazione analogica delle norme dettate per il voto maggiorato, fermo restando che, data la delicatezza del tema e le ripercussioni pratiche delle diverse possibili soluzioni, un intervento legislativo sarebbe stato di certo preferibile.

3.2. Segue. Interpretazione della dottrina.

La formulazione dell’art. 127-*quinquies*, comma 8, TUF, sopra analizzata, lascia pochi spazi aperti all’interpretazione, motivo per cui la dottrina si è concentrata solo su quei (pochi) casi peculiari in cui può risultare dubbia la rilevanza della maggiorazione del voto. In primo luogo, è stato sostenuto che si debba tener conto del voto maggiorato per il calcolo dei *quorum* di cui agli articoli 2393, comma 4, e 2407, comma 3, c.c. concernenti le delibere di rinuncia o transazione

²⁸⁵ Art. 127-*quinquies*, comma 8, TUF.

dell'azione sociale di responsabilità contro amministratori e sindaci, «in quanto il *quorum* impeditivo altro non è che un elemento negativo per il calcolo dei voti occorrenti per il raggiungimento del *quorum* deliberativo»²⁸⁶.

Al contrario, tra i diritti amministrativi attribuiti in ragione della sola titolarità di una data quota di capitale (e per il cui calcolo, dunque, ogni forma di maggiorazione del voto è irrilevante) sono stati individuati: la possibilità di chiedere la convocazione dell'assemblea (art. 2367, comma 1, c.c.) e il rinvio della stessa (art. 2374 c.c.), di esercitare l'azione di responsabilità contro gli amministratori (art. 2393 bis c.c.) e contro i sindaci (art. 2407, comma 3, c.c.), di denunciare fatti ritenuti censurabili al collegio sindacale (art. 2408, comma 2, c.c.) e al tribunale (art. 2409, comma 1, c.c.), di chiedere l'integrazione dell'ordine del giorno (art. 126-bis, TUF), di presentare liste di candidati (art. 147-ter, TUF) e di richiedere l'attivazione della procedura per l'identificazione degli azionisti (art. 83-duodecies, comma 3, TUF)²⁸⁷.

Fatta eccezione per le puntualizzazioni sopra riportate in tema di voto maggiorato, il nodo principale su cui la dottrina si è concentrata riguarda il coordinamento della disciplina delle azioni a voto plurimo con quella relativa al calcolo dei *quorum* assembleari e, in particolare, dei *quorum* costitutivi.

Per ciò che concerne il raggiungimento dei *quorum* deliberativi, infatti, appare quasi superfluo sottolineare come sia inevitabile procedere al conteggio dei voti - e non delle azioni -, pena la totale irrilevanza del beneficio del voto plurimo nelle delibere assembleari.

In merito alla necessità di conteggiare i voti “plurimi” anche ai fini della regolare costituzione dell'assemblea, invece, in dottrina si sono delineati due opposti orientamenti, l'uno contrario e l'altro favorevole all'applicazione della disciplina dettata per il voto maggiorato anche alle società che hanno emesso azioni a voto plurimo.

Più precisamente, una prima opinione – pressoché isolata – afferma che anche per le società che abbiano emesso azioni a voto plurimo i *quorum* costitutivi debbano continuare a calcolarsi sul capitale nominale, cosicché le azioni continui-

²⁸⁶ P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, cit., 10.

²⁸⁷ Riportano gli esempi sopra citati P. ABBADESSA, *op. ult. cit.*, 11 e C. TEDESCHI, *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*, cit., 1075.

no ad essere computate in ragione del loro valore nominale e non del numero voti che consentono di esprimere, «con la conseguenza che quelle a voto plurimo finirebbero per assumere a tal fine una rilevanza unitaria, cioè singola, e non plurima, al pari di tutte le altre»²⁸⁸. Si è sostenuto, infatti, che se si computassero i voti anche ai fini della regolare costituzione dell'assemblea, le azioni dotate della maggioranza del voto ai sensi dell'art. 2351, comma 4, c.c. finirebbero per avere, oltre al voto plurimo anche un «*peso plurimo*»²⁸⁹, conseguenza cui non sembra opportuno pervenire in assenza di una specifica norma in tal senso.

La principale argomentazione di questa tesi si incardina sul principio secondo cui i *quorum* «devono essere calcolati in relazione all'intero capitale sociale, e cioè al *numero complessivo delle azioni*, al raggiungimento dei quali ciascuna azione concorre in ragione del proprio *valore nominale*»²⁹⁰, principio ricavabile dall'architettura dell'art. 2368 c.c., che esclude dal computo - in via eccezionale - le azioni istituzionalmente prive di voto (per evitare che sia impedito il funzionamento stesso dell'assemblea²⁹¹) e non anche - a conferma dell'eccezionalità della prima esclusione - quelle solo *occasionalmente* prive di tale diritto. Non vi sarebbe dunque ragione per ricercare un criterio discrezionale per l'individuazione delle azioni da computare nei *quorum*, poiché la regola generale ricavabile dalla norma richiederebbe di tener conto di tutte le azioni (con la sola ed unica eccezione di quelle «istituzionalmente assenti») e, in ogni caso, tale criterio non potrebbe essere ricollegato al diritto di voto poiché, anche se sono escluse le azioni stabilmente prive del diritto di voto, sono invece ricomprese quelle occasionalmente tali ai sensi dell'art. 2368, comma 3, c.c.

²⁸⁸ Così G. FERRI JR, *Azioni a voto plurimo e voto maggiorato: profili tipologici*, in *Riv. not.*, 2015, 4, 761 ss. e, in senso solo dubitativo, P. ABBADESSA, *op. ult. cit.*, 11, il quale rileva come «l'esigenza, sottolineata da un'attenta dottrina nel quadro di uno studio molto elaborato, di puntare su una disciplina dell'istituto meglio calibrata nella direzione di assicurare un riequilibrio dei rapporti di potere fra i soci, induc(a) complessivamente a preferire la soluzione che ritiene ininfluente il voto plurimo per il calcolo dei *quorum* costitutivi».

²⁸⁹ G. FERRI JR, *op. loc. ultt. citt.* (corsivo dell'Autore).

²⁹⁰ G. FERRI JR, *op. ult. cit.*, 765 (corsivo dell'Autore).

²⁹¹ L'Autore porta l'ipotesi in cui siano emesse azioni prive del diritto di voto fino al limite massimo della metà del capitale sociale: in tal caso, se anche dette azioni venissero computate nel *quorum*, per la regolare costituzione in prima convocazione dovrebbe essere rappresentato in assemblea l'intero capitale sociale dotato di diritto di voto.

Di conseguenza, dovendosi tener conto di tutte le azioni ed essendo le medesime dotate (necessariamente) dello stesso valore nominale, «ciascuna di esse assume lo *stesso peso* delle altre, indipendentemente, allora, dal numero dei voti»²⁹²: un'eventuale deroga a questo principio potrebbe essere operata solo mediante espressa disposizione legislativa, come è avvenuto per il voto maggiorato ai sensi dell'art. 127-*quinquies*, comma 8, TUF (che impone di computare la maggioranza anche ai fini dei *quorum* costitutivi), e non per il voto plurimo, per il quale, nel silenzio del legislatore, non sembrerebbe dunque possibile estendere in via analogica quanto previsto - eccezionalmente - per le sole società quotate.

In conclusione, secondo la tesi qui sopra esposta, l'emissione di azioni a voto plurimo non può incidere in alcun modo sul raggiungimento dei *quorum* costitutivi, poiché, essendo questi riferiti al capitale sociale, esprimono «l'intenzione di ricollegare [...] la “rappresentatività” di ciascuna azione al valore nominale, e cioè all'ammontare del relativo investimento»²⁹³, con la conseguenza di dover riconoscere a ciascuna azione la stessa “rappresentatività”, indipendentemente dal numero di voti in essa incorporati.

Le medesime considerazioni portano ancora ad escludere l'incidenza del voto plurimo anche per quei *quorum* deliberativi che facciano riferimento ad una data aliquota del capitale sociale, poiché anche in quel caso «una quota minima di capitale esprime l'intenzione di commisurare [...] il potere di voto anche al valore nominale, e dunque all'ammontare dell'investimento»²⁹⁴. In tali casi, per l'approvazione della delibera occorrerebbe quindi una doppia maggioranza, in quanto non sarebbe sufficiente raggiungere una data percentuale di *voti* (favorevoli) espressi in assemblea, ma anche che i medesimi voti provengano da un numero di azioni (calcolate in base al valore nominale) non inferiore al *quorum* deliberativo richiesto²⁹⁵.

²⁹² G. FERRI JR, *op. ult. cit.*, 766 (corsivo dell'Autore).

²⁹³ G. FERRI JR, *op. loc. ultt. citt.*

²⁹⁴ G. FERRI JR, *op. ult. cit.*, 767 (corsivo dell'Autore).

²⁹⁵ In questo senso anche N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggioranza del diritto di voto degli azionisti fedeli*, cit., 14, il quale porta l'esempio della delibera di rinuncia e transazione sull'azione di responsabilità di cui all'art. 2393 c.c. e di quella di esclusione o limitazione del diritto di opzione che, ai sensi dell'art. 2441, comma 5 c.c. - ora abrogato dall'art. 2, D.Lgs. 11 ottobre 2012, n. 184 -, che doveva essere approvata da tanti soci che rappresentassero oltre la metà del capitale sociale, anche in seconda convocazione.

In sintesi, le azioni a voto plurimo potrebbero incidere in positivo solo qualora il *quorum* deliberativo sia fondato sul capitale *rappresentato* in assemblea, mentre nei casi in cui il riferimento sia all'*intero* capitale sociale, le azioni a voto plurimo potrebbero «al più impedire, *in negativo*, l'approvazione di talune deliberazioni, finendo con ciò per svolgere unicamente una funzione di blocco»²⁹⁶.

La dottrina nettamente maggioritaria²⁹⁷ e la prassi notarile²⁹⁸ sono tuttavia schierate a favore dell'orientamento opposto che, secondo una lettura orientata a riconoscere molta più rilevanza al voto plurimo, ritiene non solo lecito ma altresì necessario il conteggio dei voti "plurimi" eventualmente attribuiti, sia ai fini del raggiungimento dei *quorum* costitutivi che dei *quorum* deliberativi ed indipendentemente dal fatto che questi ultimi si riferiscano all'intero capitale sociale o solo a quello rappresentato in assemblea.

In sintesi, «detti *quorum* dovrebbero essere tarati non sul capitale a prescindere dal voto ma sul capitale in quanto (e come) dotato del diritto di voto»²⁹⁹. Chiara, sul punto, la massima del Consiglio Notarile di Milano che, in motivazione, si esprime in termini di «necessità - in tutti i casi di computo delle azioni, sia quando la base di calcolo è data dal capitale totale, sia quando essa è costituita dal capitale rappresentato - di sostituire il numero delle azioni con il numero dei voti ad esse spettanti. Il che significa che in presenza di azioni a voto quantitativamente diverso: (i) quando la base di calcolo è data dal capitale totale si deve prendere a riferimento il numero totale dei voti spettanti alle azioni emesse al momento della riunione assembleare; (ii) quando invece la base di calcolo è costituita dal capi-

²⁹⁶ G. FERRI JR, *op. ult. cit.*, 769 (corsivo dell'Autore).

²⁹⁷ A. BUSANI-M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si "pesano"*, cit., 1056; M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione un voto"*, cit., 940; B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto competitività*, cit., 465; M. CIAN, *Capitale, proprietà, controlli*, cit., 1262; C. TEDeschi, *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*, cit., 1075. Conforme anche ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, cit., 496.

²⁹⁸ CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Azioni a voto "diverso" e quorum assembleari (artt. 2351, 2357-ter, comma 2, 2368, 2369 c.c., 120, 127-quinquies, 127-sexies t.u.f.)*. Massima n. 144, 19 maggio 2015, consultabile sul sito <https://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/144.aspx>.

²⁹⁹ A. BUSANI-M. SAGLIOCCA, *op. loc. ult. cit.*

tale rappresentato, si deve prendere a riferimento il numero totale dei voti spettanti alle azioni intervenute»³⁰⁰.

Le argomentazioni a sostegno di tale tesi sono in buona parte “speculari” rispetto a quelle sopra esaminate.

In primo luogo, la disciplina sul calcolo dei *quorum* di cui all’art. 2368, comma 3, c.c., nell’escludere dal computo le azioni prive del diritto di voto per l’assemblea ordinaria di prima convocazione - ritenuta peraltro pacificamente applicabile anche alle altre assemblee³⁰¹ -, sarebbe piena espressione del principio generale per cui i *quorum* assembleari devono in ogni caso essere considerati espressione del capitale in quanto “votante” (siano essi riferiti al capitale sociale totale o a quello rappresentato), e quindi calcolati in modo da tener conto «in aumento o in diminuzione, dei diritti di voto strutturalmente esercitabili»³⁰². Il principio enucleato nella norma, dunque, è quello di dare rilevanza non al capitale sociale in sé ma alle azioni in quanto dotate di diritto di voto.

Nell’interpretare il riferimento al “capitale sociale” dell’art. 2368 c.c. si suggerisce altresì di tener presente il fatto che la norma è stata concepita in un ordinamento in cui la principale deroga al principio di proporzionalità riguardava le azioni prive di voto (stante il divieto di voto plurimo); di conseguenza, il riferimento al solo capitale sociale e non anche ai “voti” è da ricollegarsi esclusivamente all’impossibilità - in quel contesto storico - di emettere azioni con voto più che proporzionale. Si ritiene dunque, alla luce di tali considerazioni, che la formulazione dell’art. 2368 c.c., pur riferendosi al capitale sociale, non possa essere con-

³⁰⁰ CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Azioni a voto "diverso" e quorum assembleari* (artt. 2351, 2357-ter, comma 2, 2368, 2369 c.c., 120, 127-quinquies, 127-sexies t.u.f.). *Massima n. 144*, 19 maggio 2015, *cit.*, par. 2.

³⁰¹ F. LAURINI, sub *artt. 2368-2369 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti -L.A. Bianchi -F. Ghezzi -M. Notari, Milano, *Assemblea*, a cura di Picciau, 2005, 79, spec. 86; A. TUCCI, *La costituzione e i quorum*, in R.Lener -A. Tucci, *Società per azioni. L’assemblea*, in Trattato di diritto commerciale, diretto da Costi, IV, t. 4, V, 2012, 131, spec. 136; Conferma che l’interpretazione sul punto sia pacifica, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Azioni a voto "diverso" e quorum assembleari* (artt. 2351, 2357-ter, comma 2, 2368, 2369 c.c., 120, 127-quinquies, 127-sexies t.u.f.). *Massima n. 144*, 19 maggio 2015, *cit.*, in motivazione.

³⁰² ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare del 7 aprile 2015, n. 10, in *Riv. soc.*, 2015, 496.

siderata preclusiva del computo dei voti, anche per il *quorum* costitutivo, in un nuovo contesto normativo in cui il voto plurimo è oggi ammesso³⁰³.

Secondo gli esponenti di questo orientamento, inoltre, l'art. 127-*quinquies*, comma 8, TUF non sarebbe da considerarsi norma eccezionale - come secondo la lettura per prima riportata - quanto, al contrario, espressione del principio generale già contenuto all'art. 2368 c.c.³⁰⁴. In proposito si ricorda che il Ferri aveva inteso rafforzare le argomentazioni a sostegno della natura "speciale" dell'art. 127-*quinquies* TUF sottolineando che voto maggiorato e voto plurimo sono stati introdotti nel nostro ordinamento «nella medesima occasione»³⁰⁵ ma che (intenzionalmente) solo per il primo è stata dettata la regola del computo dei voti per i *quorum*. A ben vedere, tuttavia, il voto maggiorato è stato introdotto già nella prima versione del d.l. 25 giugno 2014 n. 91, mentre la disciplina sul voto plurimo è stata inserita solo in sede di conversione del decreto, circostanza che potrebbe indurre a ritenere che la mancata specificazione sul calcolo dei *quorum* per le società chiuse non sia stata studiata espressamente per indicare una disciplina *a contrario* rispetto a quella delle società quotate (come suggerito dall'Autore) ma, anzi, che detta disciplina sia da estendere alle società chiuse per le quali il legislatore si è limitato, in sede di conversione del decreto, ad eliminare il divieto di voto plurimo.

A ulteriore sostegno di questa seconda interpretazione sono state sottolineate alcune conseguenze cui si incorrerebbe adottando la prima: se per il *quorum* costitutivo si calcolassero le azioni (secondo il valore nominale) mentre, per il deliberativo, i voti cui le medesime danno diritto, si arriverebbe ad un doppio paradosso: in primo luogo, sarebbe più difficile adottare (in prima convocazione) le deliberazioni di assemblea ordinaria rispetto a quelle di assemblea straordinaria, essendo il *quorum* di quest'ultima stabilito in relazione al solo *quorum* deliberati-

³⁰³ CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Azioni a voto "diverso" e quorum assembleari* (artt. 2351, 2357-ter, comma 2, 2368, 2369 c.c., 120, 127-*quinquies*, 127-*sexies* t.u.f.). *Massima n. 144*, 19 maggio 2015, cit.

³⁰⁴ CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Azioni a voto "diverso" e quorum assembleari* (artt. 2351, 2357-ter, comma 2, 2368, 2369 c.c., 120, 127-*quinquies*, 127-*sexies* t.u.f.). *Massima n. 144*, 19 maggio 2015, cit., par. 2.

³⁰⁵ G. FERRI JR, *op. ult. cit.*, 764.

vo; inoltre, per le assemblee straordinarie, il *quorum* previsto in seconda convocazione risulterebbe addirittura superiore a quello previsto per la prima³⁰⁶.

Si aggiunge, infine, che se si adottasse un criterio di calcolo diverso per azioni a voto maggiorato e a voto plurimo, si verificherebbe, in seno alle società quotate, una differenza di trattamento difficilmente giustificabile. Le società quotate, si ricorda, possono sia emettere azioni a voto maggiorato sia mantenere le azioni a voto plurimo eventualmente emesse prima della quotazione: qualora si adottassero criteri differenti per il computo dei *quorum*, le società quotate che contemplano una maggiorazione del voto dovrebbero procedere a calcolare la stessa per entrambi i *quorum* o solo per quello deliberativo, a seconda che abbiano emesso azioni a voto maggiorato o plurimo. Ferme restando le “differenze strutturali” che caratterizzano le due tipologie di maggiorazione del voto, la principale differenza starebbe invero nel momento cronologico in cui la società ha inserito in statuto il potenziamento del voto, elemento difficilmente idoneo a giustificare una così diversa rilevanza della maggiorazione ai fini della regolare costituzione dell’assemblea.

In conclusione, questa seconda interpretazione appare non solo prevalente ma anche preferibile, in quanto maggiormente coerente sia con i principi già esistenti prima della riforma del 2014 (che, escludendo dal computo le azioni prive del diritto di voto, collega il calcolo dei *quorum* ai voti e non al capitale nominale), sia con il sistema introdotto dal Decreto Competitività (che ha espressamente attribuito rilevanza al voto maggiorato in sede di costituzione che di deliberazione dell’assemblea). E ciò fermo restando il fatto che il voto plurimo non potrà incidere sull’esercizio di quei diritti “amministrativi” che spettano agli azionisti in ragione della titolarità di una determinata quota di capitale, in quanto il profilo di

³⁰⁶ B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto competitività*, cit., 472, nt. 18, il quale sottolinea che, in tal caso, sarebbe necessaria la maggioranza dei voti, ai sensi dell’art. 2368, comma 2, c.c., per approvare una deliberazione in prima convocazione, mentre in seconda, ai sensi del successivo art. 2369, comma 3, c.c. sarebbe necessaria anche una maggioranza di oltre un terzo delle azioni (e non più dei soli voti) calcolata secondo il loro valore nominale. Sul punto, cfr. anche F. LAURINI, *Commento sub. artt. 2368-2369 c.c.*, in *Assemblea*, a cura di A. Picciau, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2005, 105.

specialità della maggioranza è e rimane riferito unicamente al voto, così come per il maggiorato, anche per il plurimo³⁰⁷.

3.3. Segue. ... e soluzioni della prassi statutaria.

Venendo all'esame delle clausole statutarie in concreto ad oggi adottate³⁰⁸, la maggior parte delle società quotate che contemplano la maggioranza del voto si è limitata a riportare in statuto la norma di legge sopra esaminata, con formulazioni pressoché analoghe alla seguente:

La maggioranza del diritto di voto si computa anche *per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi* che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale, ma *non ha effetto sui diritti, diversi dal voto*, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote del capitale sociale.

(Fidia, art. 5)

Altre società³⁰⁹, invece, seguendo il modello inaugurato dalla società Maire Tecnimont, hanno optato per una clausola più articolata che, oltre a far riferimento a *quorum* "assembleari e deliberativi", elencano alcuni dei casi in cui la maggioranza non ha effetto: detta aggiunta, tuttavia, è da considerarsi una mera precisazione della normativa e non un elemento tale da comportare l'applicazione di una disciplina diversa dalle altre società che si sono limitate ad una formulazione generica.

La maggioranza del voto di cui all'art. 9-bis si computa per ogni deliberazione assembleare e quindi pure per la determinazione di *quorum assembleari e deliberativi* che fanno riferimento ad aliquote del capitale.

La maggioranza non ha effetto sui diritti, diversi dal voto, spettanti ed esercitabili in forza del possesso di determinate aliquote del capitale e così pure, tra l'altro, per la determinazione delle aliquote di capitale richieste per la *presen-*

³⁰⁷ Aspetto sottolineato già nei primi commenti della riforma: cfr. M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione un voto"*, cit., 940; ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, cit., 497.

³⁰⁸ Su 31 società quotate, solo le società Cofide e Class Editori si sono astenute dall'inserire precisazioni in statuto in merito al calcolo dei *quorum* assembleari.

³⁰⁹ Più precisamente le società Maire Tecnimont, Zignago Vetro, Landi Renzo, Nice, Intek, Sabaf, Diasorin, Lventure.

tazione di liste per l'elezione degli organi sociali, per l'esercizio dell'azione di responsabilità ai sensi dell'art. 2393-bis del Codice Civile, per il calcolo di aliquote richieste per l'impugnazione, a qualsiasi titolo e per qualsiasi causa, di delibere assembleari.

(Diasorin, art. 9 *ter*)

Nessuna società, si segnala infine, ha usufruito dell'*opt-out* concesso dal legislatore all'art. 127-*quinquies*, comma 8, TUF: sul punto non deve trarre in inganno la clausola statutaria della società Intek – che esclude il computo della maggioranza per il *quorum* di determinate delibere – poiché per quelle stesse delibere è espressamente esclusa per statuto la maggioranza del voto³¹⁰:

La maggioranza di voto di cui all'art. 11-bis si computa per ogni deliberazione assembleare e quindi pure per la determinazione di quorum assembleari e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale. La maggioranza non si computa nel calcolo dei quorum assembleari costitutivi e deliberativi delle deliberazioni assembleari di autorizzazione ai sensi dell'art. 2364, comma 1 del Codice Civile previste negli artt. 4 e 10 del presente Statuto.

(Intek, art. 11 *ter*)

Per ciò che concerne, infine, il voto plurimo, la scelta operata dalla società F.I.L.A. - come emerge non solo dallo statuto anteriore alla quotazione (ossia prima della fusione con la SPAC Space S.p.A.³¹¹) ma anche dal testo oggi vigente - costituisce ulteriore conferma dell'orientamento sostenuto dalla dottrina prevalente e dalla prassi notarile.

Ai fini del computo dei quorum richiesti dalla legge e dal presente statuto per la costituzione dell'assemblea ordinaria e straordinaria e per l'assunzione delle relative deliberazioni, si computa il numero dei voti spettanti alle azioni e non il numero delle azioni.

(F.I.L.A., art. 8, comma 3, già art. 12 dello Statuto *ante* fusione³¹²)

³¹⁰ La peculiarità dello statuto della società Intek - che esclude la maggioranza del voto per una determinata delibera - era già stata segnalata in tema di limiti ed espressioni dell'autonomia statutaria in tema di voto maggiorato di cui *supra* Cap. III, par. 1.7.

³¹¹ L'intera operazione che ha interessato la F.I.L.A., unica società quotata oltre ad Aquafil a contemplare nel proprio statuto azioni a voto plurimo, è descritta *supra* Cap. III, par. 109.

³¹² L'introduzione del voto plurimo è avvenuta con delibera dell'assemblea straordinaria del 13 novembre 2014, verbalizzata con atto a rogito notaio Gianluca Gonzales, repertorio n. 5597,

Lo statuto di Banca Sella S.p.A. si presenta solo in parte differente, in quanto (fermo restando il calcolo dei soli voti per i *quorum* costitutivi e deliberativi), per le “soglie” previste da legge o statuto per l’esercizio di diritti amministrativi diversi dal voto stabilisce che rilevino sia il numero dei voti esercitabili sia la frazione di capitale sociale posseduta. Il novero dei soggetti che possono esercitare tali diritti risulta dunque ampliato rispetto agli esempi sopra riportati, in quanto i medesimi potranno essere esercitati non solo da coloro che detengano le frazioni di capitale (“tradizionalmente”) rilevanti ma anche da chi, non raggiungendo quelle percentuali in termini di investimento, le raggiunga, invece, computando i voti (plurimi) a sua disposizione.

Ai fini dell’applicazione delle disposizioni di legge o dello Statuto le quali, in ordine ai *quorum* costitutivi e deliberativi e/o agli effetti delle deliberazioni assembleari, facciano riferimento a determinate frazioni del capitale sociale, tali frazioni vanno calcolate *in ragione dei voti spettanti a ciascuna azione in rapporto al numero complessivo degli stessi*. Quando i riferimenti a tali frazioni non siano compiuti ai fini del calcolo dei *quorum* assembleari e/o della determinazione degli effetti delle deliberazioni assembleari, ma siano requisito *per l’esercizio di diritti degli azionisti*, quel requisito è da intendersi di volta in volta soddisfatto sia che la percentuale necessaria sia raggiunta in rapporto al numero complessivo di azioni, sia che sia raggiunta in rapporto al numero di voti complessivamente attribuiti alle azioni.

(Banca Sella, art. 7)

3.4. *Il calcolo del voto multiplo in materia di controllo e di comunicazioni relative alle partecipazioni rilevanti.*

Così come per il calcolo dei *quorum*, anche in materia “controllo” il legislatore non ha inserito precisazione alcuna al fine di operare un coordinamento delle norme con la novellata possibilità di emettere azioni a voto plurimo.

Tuttavia, se - come sopra esposto - la rilevanza del voto più che proporzionale è stata oggetto di dibattito per ciò che riguarda il calcolo dei *quorum*, è inve-

raccolta n. 3771, iscritto presso il Registro delle Imprese di Milano in data 1 dicembre 2014 al numero 330445/2014.

ce pacifica la necessità di computare i voti (e non le azioni) per la valutazione della sussistenza del controllo (art. 2359 c.c.) e, conseguentemente, anche per l'individuazione dei limiti per le partecipazioni incrociate (art. 2359 *bis* c.c.) e per le presunzioni in materia di attività di soggezione all'attività di direzione e di coordinamento (art. 2497 *sexies* c.c.)³¹³.

Per ciò che concerne società quotate e voto maggiorato, invece, si rileva ancora una volta una maggior attenzione da parte del legislatore della riforma, in quanto - almeno per il calcolo delle partecipazioni rilevanti - la necessità di far riferimento alla percentuale dei voti esercitabili (e non al valore nominale delle azioni) è esplicita³¹⁴.

Al comma 1 del riformato art. 120 TUF è infatti precisato che «ai fini della presente sezione [...] 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»³¹⁵: tale indicazione riguarda non solo la comunicazione delle partecipazioni rilevanti di cui all'art. 117 del Regolamento Emittenti, ma anche la trasparenza dei patti parasociali, ai sensi dell'art. 120 del medesimo Regolamento³¹⁶.

La *ratio* di tale scelta può individuarsi nell'esigenza di «rendere note le reali situazioni di potere dei maggiori azionisti, potere che passa per la disponibilità dei diritti di voto rispetto al complesso dei voti esercitabili»³¹⁷.

³¹³ Cfr. M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione un voto"*, cit., 938; N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli*, cit., 12 e C. TEDESCHI, *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*, cit., 1075. I primi due Autori citati rilevano in particolare come l'art. 2359 c.c. non faccia che agevolare l'interpretazione suggerita, in quanto fa riferimento alla *disponibilità* della maggioranza dei voti esercitabili in assemblea e, ancora una volta, dei *voti* sufficienti per esercitare un'influenza dominante. Sull'art. 2359 c.c., cfr. M. NOTARI-J. BERTONE, *Commento sub. art. 2359 c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2008, 665 ss.

³¹⁴ Si rileva tuttavia che l'art. 93 TUF portante la "definizione di controllo" è rimasto anch'esso immutato.

³¹⁵ In perfetta simmetria, l'art. 116-*terdecies* del Regolamento Emittenti, nel definire cosa si debba intendere per "capitale sociale", precisa che «nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, per capitale sociale si intende il numero complessivo dei diritti di voto, anche qualora tali diritti siano sospesi».

³¹⁶ Cfr. CONSOB, *Documento di consultazione. Proposte di modifica al Regolamento Emittenti in materia di voto plurimo*, 5 novembre 2014, consultabile sul sito www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni_concluse.

³¹⁷ ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, cit., 521. Si noti che detta considerazione rafforza ulteriormente l'interpretazione sopra indicata come preferibile relativa al cal-

Tuttavia, la necessità di far riferimento all'ammontare dei diritti di voto di cui un azionista può disporre rispetto al totale di quelli esercitabili comporta delicati problemi a causa delle continue oscillazioni (in aumento o in diminuzione) che il numero complessivo di voti può subire, a causa, ad esempio, della maturazione del voto maggiorato o della rinuncia allo stesso. In particolare, i due principali problemi che la Consob ha sollevato in sede di consultazione riguardano l'individuazione di un riferimento temporale per determinare il numero dei diritti di voto esistenti e l'applicazione degli obblighi di comunicazione in caso di oscillazioni di natura meramente passiva.

Quanto al primo aspetto, la Commissione aveva proposto di fissare in capo all'emittente l'obbligo di comunicare al pubblico l'ammontare complessivo dei diritti di voto e del capitale «entro cinque giorni dalla fine di ciascun mese di calendario durante il quale si è verificato un aumento o una diminuzione di tale ammontare e, comunque, entro il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea dei soci»³¹⁸. La proposta si basava sia sull'articolo 15 della *Direttiva Transparency*, secondo cui lo Stato membro deve prescrivere «almeno che l'emittente comunichi al pubblico il totale dei diritti di voto e del capitale alla fine di ciascun mese di calendario durante il quale si è verificato un aumento o una diminuzione di tale totale»³¹⁹, sia sull'art. 125-*quater*, comma 1, TUF che impone che le informazioni sull'ammontare del capitale sociale (con l'indicazione del numero e delle categorie di azioni in cui è suddiviso) siano riportate sul sito internet della società «entro il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione»³²⁰.

In sede di consultazione, tuttavia, emerse l'esigenza di modificare i termini proposti, al fine di consentire, da un lato, un termine più lungo per l'adempimento

colo dei *quorum*, ossia quella di computare i voti e non il valore nominale delle azioni anche ai fini della regolare costituzione delle assemblee di società chiuse.

³¹⁸ Testo dell'originaria proposta di modifica dell'art. 85-*bis*, comma 4-*bis*, del Regolamento Emittenti.

³¹⁹ Direttiva 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. La CONSOB richiama inoltre l'attenzione sul fatto che analoga soluzione è adottata in Francia (L. 233-8 (II), *Code de Commerce* e art. 223-16, del *Règlement Général* dell'AMF).

³²⁰ Art. 125-*quater*, comma 1, lett. c), TUF.

dell'obbligo da parte degli emittenti³²¹ e, dall'altro, un'informativa aggiornata a ridosso delle assemblee, «tenuto conto dell'importanza che può assumere tale informazione con riguardo, tra le altre, al calcolo dei *quorum* costitutivi e deliberativi. Tale previsione consente, infatti, a tutti gli azionisti di conoscere agevolmente l'attuale peso dei propri diritti di voto, in termini percentuali, rispetto al numero complessivo dei diritti esercitabili in assemblea»³²².

Di conseguenza, ai sensi del Regolamento Emittenti oggi vigente, gli emittenti sono tenuti a comunicare, al pubblico e alla Consob, l'ammontare del capitale, il numero e le categorie di azioni «entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese di calendario durante il quale ha accertato un aumento o una diminuzione di tale ammontare, nonché entro il giorno successivo alla data indicata nell'articolo 83-sexies, comma 2, del Testo unico»³²³, ossia alla c.d. *record date*³²⁴.

Ed è proprio da tale momento che decorrono i termini per la comunicazione di cui all'art. 121 del Regolamento Emittenti, ossia quella relativa all'eventuale variazione della soglia di partecipazione, quando questa dipenda dal comportamento di un socio (ad esempio a causa della maggiorazione del diritto di voto o della rinuncia alla stessa).

Tale precisazione, contenuta all'art. 1-bis dell'art. 121 del Regolamento Emittenti, non fu elaborata dalla Consob nella prima stesura della proposta di modifica al Regolamento, ma venne inserita solo in seguito alla consultazione: furono Assonime e Assogestioni³²⁵ a suggerire che le comunicazioni relative alle par-

³²¹ «Appare poi opportuno allungare i termini per l'adempimento di tale obbligo e prevedere che siano almeno 5 giorni di mercato aperto e non di calendario»: così si legge in ASSONIME, *Osservazioni al documento di consultazione Consob "Proposte di modifica al Regolamento Emittenti in materia di voto plurimo" del 5 novembre 2014*, 7, consultabile sul sito www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/voto_plurimo/osservazioni.htm. In termini analoghi le osservazioni inviate dalla società Computershare S.p.a., consultabili sul medesimo sito.

³²² CONSOB, *Proposta di modifiche al regolamento emittenti in materia di voto plurimo. Esiti della consultazione*, 23 dicembre 2014, consultabile sul sito www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni_concluse, allegato 1, par. 2.

³²³ Comma 4-bis, aggiunto all'art. 85-bis del Regolamento Emittenti con la delibera n. 19084 del 19 dicembre 2014.

³²⁴ Sulla *record date* si veda estensivamente M. LIBERTINI-A. MIRONE-P.M. SANFILIPPO, *L'assemblea di società per azioni*, Milano, 2016, 195 ss.

³²⁵ Il comma 1-bis, dapprima inserito all'art. 121 del Regolamento Emittenti con delibera n. 19084 del 19.12.2014 e poi sostituito con delibera n. 19614 del 26.5.2016, precisa: «fermo restan-

tecipazioni rilevanti (conseguite per effetto delle maggiorazioni di voto) fossero concentrate in un'unica finestra temporale, ossia alla prima metà del mese.

Il novellato comma 1-*bis* persegue anche un ulteriore obiettivo, ossia quello di operare una distinzione tra il caso in cui il superamento delle soglie avvenga in seguito al conseguimento della maggiorazione del voto (per il quale l'obbligo scatta dalla successiva comunicazione mensile dell'emittente di cui all'art. 85-*bis*, comma 4 *bis* del Regolamento emittenti)³²⁶ e quello in cui il superamento o la riduzione conseguano ad un'operazione di acquisto delle azioni, per il quale, invece, l'obbligo dovrà essere assolto dalla data dell'operazione stessa, poiché solo questa seconda ipotesi «non determina una variazione del numero di voti disponibili e non altera il valore segnalitico della comunicazione precedentemente resa dalla società ai sensi dell'art. 85- *bis*, comma 4-*bis*»³²⁷.

Il secondo problema proposto dalla Consob in sede di consultazione concerne le variazioni di natura meramente passiva, ossia quelle derivanti non da un comportamento del titolare delle azioni che “subisce” il superamento (o la riduzione) della soglia di partecipazione rilevante, ma da un “evento” riguardante gli altri soci quale, ad esempio, la maturazione della maggiorazione in loro favore o la rinuncia alla stessa. Già con la prima proposta di modifica al Regolamento la Consob aveva segnalato la necessità di operare un bilanciamento tra obblighi di trasparenza ed (eccessivi) oneri di monitoraggio e *compliance* in capo agli operatori, al fine di scongiurare effetti distorsivi sullo sviluppo del mercato azionario italiano che sarebbero potuti derivare da un obbligo di *disclosure* anche per eventi non derivanti da un proprio atto di volontà.

Il medesimo timore di un disincentivo alla partecipazione al capitale delle società quotate italiane spinse Confindustria a proporre un'esenzione da tutti gli obblighi di comunicazione di natura passiva, indipendentemente dalle percentuali

do quanto previsto dal comma precedente, nei casi di superamento delle soglie indicate dall'articolo 117, comma 1, o di riduzione al di sotto delle stesse, conseguenti alla maggiorazione del diritto di voto o alla rinuncia alla stessa, la comunicazione è effettuata tempestivamente e comunque entro quattro giorni di negoziazione dalla conoscenza della successiva pubblicazione del numero complessivo dei diritti di voto ai sensi dell'articolo 85-*bis*, comma 4-*bis*».

³²⁶ Caso in cui l'obbligo di comunicazione, si ripete, scatta solo a partire dalla pubblicazione mensile avente ad oggetto il numero complessivo dei diritti di voto, sulla base del quale calcolare la partecipazione rilevante, effettuata ai sensi dell'art. 85-*bis*, comma 4-*bis* del Regolamento Emittenti.

³²⁷ ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, cit., 523.

interessate dalla variazione³²⁸. Tale proposta non fu tuttavia accolta in quanto l'articolo 9, paragrafo 2, della direttiva *Transparency* prevede l'obbligo di notifica della partecipazione ove la variazione avvenga anche «a seguito di eventi che modificano la distribuzione dei diritti di voto e sulla base delle informazioni pubblicate a norma dell'articolo 15»³²⁹.

Ad entrare in vigore fu, dunque, l'originaria proposta della Consob, che contemplava un allineamento degli obblighi di comunicazione alla soglia minima comunitaria del 5% in caso di superamento meramente passivo delle soglie. Più precisamente, il comma 2 dell'art. 117 del Regolamento Emittenti prevede oggi un obbligo di comunicazione per il superamento passivo delle sole soglie previste dal comma 1, lett. b) (ossia quelle del 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 66,6% e 90%)³³⁰, restando invece escluse quelle indicate alla lett. a), ossia quelle del 3%³³¹, purché il superamento non derivi da un comportamento attivo del titolare della partecipazione ma sia conseguente ad eventi di natura meramente passiva³³².

3.5. *Maggiorazione del voto e offerte pubbliche di acquisto.*

La novellata facoltà per le società quotate di prevedere la maggiorazione del voto o - eccezionalmente - di mantenere ed emettere azioni a voto plurimo ha comportato la necessaria modifica della normativa in materia di offerte pubbliche di acquisto.

³²⁸ CONFINDUSTRIA, *Proposte di modifica al Regolamento Emittenti in materia di voto plurimo Osservazioni di Confindustria*, 1 dicembre 2014, 4, par. 3, consultabile sul sito www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/voto_plurimo/osservazioni.htm

³²⁹ CONSOB, *Proposta di modifiche al regolamento emittenti in materia di voto plurimo. Esiti della consultazione*, 23 dicembre 2014, cit., 15.

³³⁰ Detto articolo è stato dapprima modificato con delibera n. 18214 del 9 maggio 2012 che ha soppresso le percentuali: "35%, 40%, 45%, 75%" e poi così sostituita con delibera 19614 del 26 maggio 2016.

³³¹ Si ricorda che l'originale percentuale del 2% è stata alzata al 3% con delibera n. 19614 del 26 maggio 2016.

³³² Art. 117, comma 2, del Regolamento Emittenti: «Agli obblighi previsti al comma 1 sono soggetti anche coloro che raggiungono o superano le soglie indicate dalla lettera b) del medesimo comma, ovvero riducono la partecipazione al di sotto delle medesime, a seguito di eventi che comportano modifiche del capitale sociale e sulla base delle informazioni pubblicate dall'emittente azioni quotate ai sensi dell'articolo 85-bis».

In tema di OPA obbligatoria totalitaria, l'art. 106, comma 1, TUF oggi in vigore stabilisce che «chiunque, a seguito di acquisti *ovvero di maggiorazione dei diritti di voto*, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento *ovvero a disporre di diritti di voto* in misura superiore al trenta per cento dei medesimi, promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso»³³³. Riferimenti alla maggiorazione del voto figurano anche al comma 3 del predetto articolo relativamente alla cosiddetta OPA incrementale³³⁴ e all'art. 104-*bis* TUF per la regola di neutralizzazione³³⁵ (mentre si continua a far riferimento alla sola frazione di capitale sociale acquistato per gli obblighi di offerta residuale previsti dagli articoli 108, commi 1 e 2 e all'art. 111, comma 1, del TUF³³⁶). Parallelamente, tra le esenzioni dagli obblighi di OPA di cui al comma 5 sono state inserite le «operazioni ovvero superamenti della soglia di carattere temporaneo» (art. 106, comma 5, lett. d, TUF).

Il legislatore della riforma - oltre ad introdurre soglie variabili per il sorgere dell'OPA e soglie ancora differenti per le PMI³³⁷ - ha dunque parametrato il cal-

³³³ Art. 106, comma 1, TUF (corsivo aggiunto).

³³⁴ Art. 106, comma 3, TUF: «l'obbligo di offerta consegue ad acquisti superiori al 5% *o alla maggiorazione dei diritti di voto* in misura superiore al cinque per cento dei medesimi, da parte di coloro che già detengono la partecipazione indicata nei commi 1 e 1-ter senza detenere la maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria».

³³⁵ La regola di neutralizzazione, efficace solo nelle società che abbiano effettuato il relativo *opt-in* statutario, già prevedeva l'inefficacia delle limitazioni al trasferimento dei titoli e al diritto di voto in pendenza di un'offerta pubblica di acquisto. Con la riforma del 2014 si è esteso l'ambito di applicazione anche al voto plurimo e al voto maggiorato, con la conseguenza che le azioni che incorporano il relativo beneficio consentono di esprimere un solo voto in pendenza dell'offerta o successivamente all'offerta che abbia permesso all'offerente di detenere almeno il 75% del capitale con diritto di voto (art. 104-*bis*, comma 2 e 3, lett. b-*bis*, TUF). Cfr. M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione un voto"*, cit., 946; C. TEDESCHI, *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*, cit., 1079; ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, cit., 525; M. LAMANDINI, *Voto plurimo, voto maggiorato e disciplina dell'OPA*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 123-126.

³³⁶ Come sottolineato nelle Osservazioni al documento di consultazione inviate dallo Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati, sia la *ratio* sottesa al *sell out* (ossia quella di tutelare la liquidità del mercato e il regolare andamento delle negoziazioni) sia al *freeze out* (incentivare l'OPA totalitaria e consentire il *delisting*) prescinde dalla presenza o meno del diritto di voto sulle partecipazioni residue ed è dunque condivisibile la scelta del legislatore di non computare la maggiorazione per il calcolo dei suddetti obblighi.

³³⁷ All'art. 106, comma 1*bis*, TUF è stato sancito l'obbligo di promuovere l'offerta totalitaria in capo a chi, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del 25% in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata. Per le PMI, inoltre, la determinazione della soglia cui consegue l'obbligo di offerta è rimessa all'autonomia statutaria, con un limite minimo del 25% e massimo del 40% (art. 106, comma 1*ter*, TUF). Cfr. C. TEDESCHI,

colo della partecipazione rilevante non solo al numero di azioni detenute, ma anche a quello dei voti esercitabili. Pertanto, nelle società che hanno inserito nel proprio statuto il meccanismo delle *loyalty shares*, la maturazione della maggioranza del voto rappresenta oggi una tecnica di acquisizione del controllo del tutto analoga a quella che, prima della riforma, si poteva realizzare solo con l'acquisto di titoli azionari.

Nonostante il tentativo di effettuare un coordinamento tra la disciplina delle OPA e le diverse forme di moltiplicazione del voto, non sono tuttavia mancate le criticità, che, portate alla luce fin dai primi commenti della dottrina, sono state poi in parte risolte grazie alla modifica del Regolamento emittenti operata dalla Consob nel dicembre del 2014, dopo pubblica consultazione³³⁸.

Un primo problema che ha generato contrasti in dottrina riguarda l'interpretazione dell'art. 106, comma 1, TUF nella parte in cui sancisce che l'obbligo di OPA scatti in caso di superamento della soglia «a seguito di acquisti ovvero di maggioranza dei diritti di voto»: mentre per alcuni Autori la riforma avrebbe introdotto una “doppia soglia” alternativa, tale per cui il solo superamento della frazione di capitale (senza il corrispondente superamento di quella dei diritti di voto) determinerebbe il sorgere dell'OPA obbligatoria³³⁹, secondo

Le azioni a voto plurimo e la maggioranza del diritto di voto, cit., 1079. In merito alla sussistenza del diritto di recesso anche per la delibera di modificazione della “soglia statutaria” nelle PMI (oltre che per la sua introduzione, per cui il recesso è espressamente previsto all'art. 106, comma 1 ter), R. COSTI, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 226.

³³⁸ Le proposte di modifica al Regolamento emittenti furono pubblicate il 5 novembre 2014, indicando la data del 26 novembre quale termine ultimo per l'invio delle osservazioni (Cfr. CONSOB, *Documento di consultazione. Proposte di modifica al Regolamento Emittenti in materia di voto plurimo*, 5 novembre 2014, cit.). Gli esiti della consultazione furono pubblicati il 23 dicembre (ID., *Proposta di modifiche al regolamento emittenti in materia di voto plurimo. Esiti della consultazione*, 23 dicembre 2014, consultabile sul sito medesimo sito). La modifica al Regolamento emittenti fu operata immediatamente dopo, con delibera n. 19084 del 19 dicembre 2014.

³³⁹ N. ABRIANI-E. BARCELLONA, *Osservazioni al documento di consultazione “Proposte di modifica al regolamento emittenti in materia di voto plurimo”*, cit., per i quali l'uso della congiunzione “ovvero” sembrerebbe «assegnare autonoma rilevanza all'acquisto di una partecipazione superiore alla soglia, riferibile dunque anche ai casi in cui, per effetto della presenza eodem tempore di azionisti loyal, esso non comporti il superamento della soglia in termini di diritti di voto. Tale indicazione, se pare inequivoca sul piano letterale, trova del resto una sua giustificazione in relazione alla circostanza che la partecipazione in esame è comunque suscettibile di determinare un oltrepasamento della soglia anche con riferimento ai diritti di voto, seppure in termini “prospettici” (assumendosi che l'acquirente consegua, poi, il beneficio della maggioranza); ed è, quindi, ragionevole assumere che quell'acquisto comporti già allora il pagamento di un prezzo incorporante un premio di controllo (controllo, per così dire, “prospettico”)».

l'orientamento prevalente la soglia rimane unica, con la conseguenza che, nelle società che hanno adottato la maggioranza del voto, il solo superamento della soglia relativa ai voti comporterebbe l'obbligo di OPA (mentre rimarrebbe fuori dal campo di applicazione dell'art. 106 TUF l'acquisto di una percentuale di azioni superiore alla soglia che tuttavia non consenta di esercitare un numero di voti inferiore alla stessa)³⁴⁰. La stessa Consob si è schierata a favore di questa seconda lettura: sottolineando che la normativa in tema di OPA è volta ad offrire uno strumento di protezione agli azionisti di minoranza in occasione di un "trasferimento del controllo" e che quest'ultimo è legato alla percentuale di diritti di voto esprimibili, ha concluso che l'obbligo di OPA possa venire in considerazione solo in forza del superamento delle soglie percentuali calcolate in rapporto al numero complessivo dei diritti di voto (fermo restando che, nelle società in cui non vi è possibilità di maggioranza, essendovi piena corrispondenza tra azioni con diritto di voto e numero dei diritti di voto, si avrà riguardo alla sola frazione di capitale)³⁴¹. In sintesi, secondo la Consob, il criterio della "doppia soglia OPA concorrente" non potrebbe essere quello più idoneo a preservare gli interessi protetti dalle norme, in quanto finirebbe per imporre un obbligo di OPA in caso di detenzione di azioni in misura superiore al 30% del totale del capitale sociale anche ove tale partecipazione, rapportata al numero complessivo dei diritti di voto, non risulti idonea a conferire il controllo assembleare dell'emittente, con il conseguente rischio di comportare effetti distorsivi del mercato»³⁴².

Sulla scorta dell'art. 105, comma 3, TUF - che rimette alla Consob il compito di determinare i criteri di calcolo della partecipazione rilevante ai sensi dell'articolo 106 TUF - il Regolamento emittenti ha dunque sancito che tale calcolo debba essere effettuato tenendo conto del (solo) numero dei diritti di voto esercitabili nelle deliberazioni assembleari riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza, in rapporto al numero complessivo

³⁴⁰ In tal senso A. POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, Milano, 2014, 615; G. GUIZZI, *La maggioranza del diritto di voto nelle società quotate*, cit., 159 e B. MASSELLA DUCCI TERI, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 635.

³⁴¹ CONSOB, *Proposta di modifiche al regolamento emittenti in materia di voto plurimo. Esiti della consultazione*, 23 dicembre 2014, cit., 19.

³⁴² CONSOB, *Proposta di modifiche al regolamento emittenti in materia di voto plurimo. Esiti della consultazione*, 23 dicembre 2014, cit., 20.

dei diritti di voto comunicati dall'emittente ai sensi dell'articolo 85-bis (art. 44 *bis*.1, del Regolamento emittenti³⁴³).

La dottrina non ha mancato di rilevare una seconda criticità, sempre in merito alla formulazione dell'art. 106 TUF, nella parte in cui non fa riferimento alcuno al voto plurimo che, come sopra esaminato³⁴⁴, può essere eccezionalmente - e in alternativa alla maggiorazione - presente anche nelle società quotate³⁴⁵: nonostante la lacuna della norma, ancor prima dell'intervento della Consob, non poteva che concludersi per un'interpretazione funzionale nella nozione di "partecipazione", in forza della quale ricomprendere nel calcolo non solo i voti "maggiorati" attribuiti dalle *loyalty shares* ma anche quelli "plurimi" qualora presenti in una società quotata³⁴⁶. La Consob, in sede di modifica del Regolamento emittenti, si è espressa nel medesimo senso, chiarendo che, per la determinazione della partecipazione rilevante ai fini dell'art. 106 TUF, si debba calcolare il numero dei voti (e non delle sole azioni) «nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo»³⁴⁷.

Un ulteriore profilo in merito al quale, in occasione della consultazione promossa dalla Consob, sono state richieste precisazioni è il *dies a quo* dell'obbligo di OPA. La soluzione suggerita è la medesima resa con riferimento al momento di comunicazione delle partecipazioni rilevanti e si basa sul sistema di rilevazione mensile da parte dell'emittente, da comunicarsi entro il quinto giorno

³⁴³ Più precisamente, l'art. 44 *bis*.1 del Regolamento emittenti prevede che «nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, la partecipazione rilevante ai sensi dell'articolo 106, commi 1, 1-bis, 1-ter, e 3, lettera b), del Testo unico è calcolata tenendo conto del numero dei diritti di voto, esercitabili nelle deliberazioni assembleari riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza, in rapporto al numero complessivo dei diritti di voto comunicati dall'emittente ai sensi dell'articolo 85-bis».

³⁴⁴ Cfr. *supra* Cap. III, par. 1.8.

³⁴⁵ M. LAMANDINI, *Voto plurimo, voto maggiorato e disciplina dell'OPA*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 124; N. ABRIANI-E. BARCELONA, *Osservazioni al documento di consultazione "Proposte di modifica al regolamento emittenti in materia di voto plurimo"*, cit. In merito al mantenimento delle azioni a voto plurimo successivamente alla quotazione, cfr. *supra* Cap. III, par. 1.8.

³⁴⁶ Il Lamandini suggerisce tale interpretazione «per evitare che la "partecipazione", in caso di acquisto di azioni a voto plurimo, venendo computata in relazione al numero dei titoli che attribuiscono almeno un diritto di voto nelle assemblee di cui all'art. 105, 2° comma TUF sia considerata inferiore alla soglia benché essa non attribuisca voti superiori al 25%» (M. LAMANDINI, *Voto plurimo, voto maggiorato e disciplina dell'OPA*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 124).

³⁴⁷ Art. 44-*bis*.1, Regolamento emittenti.

di mercato aperto alla fine di ciascun mese di calendario (art. 85 *bis*, comma 4 *bis*, del Regolamento emittenti), sistema che coniuga esigenze di trasparenza con le difficoltà che un controllo - potenzialmente continuo - comporterebbe; di conseguenza, in caso di acquisto di partecipazioni rilevanti, l'obbligo sorgerà al momento stesso dell'operazione (sulla base del totale dei voti da ultimo comunicati all'emittente), mentre in caso di superamento delle soglie per la maggiorazione del voto gli obblighi connessi all'OPA sorgeranno dalla data della successiva comunicazione dell'emittente ai sensi dell'articolo sopra citato³⁴⁸.

3.6. Segue. *Il superamento passivo delle soglie: rischi e tutele.*

Uno dei più delicati problemi sorti in merito al coordinamento tra la disciplina delle OPA e quella della maggiorazione del voto riguarda l'obbligo di OPA in caso di superamento passivo delle soglie. Poiché queste ultime sono parametrizzate al numero di voti complessivamente esprimibili e poiché tale numero è suscettibile di variazione in ragione delle decisioni dei singoli soci (sia che essi rimangano "fedeli", ottenendo il premio della maggiorazione, sia che procedano a operazioni di dismissione, perdendo il beneficio già ottenuto), ben potrebbe accadere che un socio si trovi a detenere un numero di voti superiore alla soglia rilevante a causa della sola diminuzione dell'ammontare complessivo dei voti esercitabili. Tale rischio - come rilevato da attenta dottrina - richiederebbe agli investitori complesse "proiezioni di scenario", non in linea «con l'obiettivo di un mercato finanziario trasparente e "di agevole lettura"»³⁴⁹.

Prima della modifica del Regolamento emittenti da parte della Consob, non era possibile trovare una soluzione al problema né nella legislazione primaria (stante il silenzio dell'art. 106 TUF sul punto), né nelle norme europee. La Direttiva comunitaria 2004/25/CE, infatti, si limita ad imporre l'obbligo di OPA in capo a quei soggetti che acquisiscano diritti di voto «in percentuale tale da esercitare

³⁴⁸ CONSOB, *Proposta di modifiche al regolamento emittenti in materia di voto plurimo. Esiti della consultazione*, 23 dicembre 2014, cit., 24. Cfr. anche ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, cit., 527.

³⁴⁹ P. MONTALENTI, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 224.

il controllo, affidando agli Stati il compito di determinare la percentuale *dei diritti di voto* sufficiente a conferire il controllo»³⁵⁰, senza nulla precisare in merito alla maggiorazione del voto ottenibile quale “premio di fedeltà”.

Come anticipato, solo nel dicembre 2014, con l’inserimento di due nuove ipotesi di esenzione dagli obblighi di OPA all’art. 49 del Regolamento emittenti, si è data una disciplina più puntuale in tema di «involontari “scavallamenti passivi”»³⁵¹, al fine di escludere dal campo di applicazione dell’art. 106 TUF casi identificabili come «falsi positivi»³⁵².

In primo luogo, si prevede che l’obbligo di offerta non sussista se «nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l’emissione di azioni a voto plurimo, il superamento della soglia è determinato dalla riduzione del numero complessivo dei diritti di voto esercitabili sugli argomenti indicati dall’articolo 105 del Testo unico» (art. 49, comma 1, lett. d-*bis*). È stato dunque chiarito che gli incrementi successivi della propria partecipazione (in termini di voto) dipendenti da scelte altrui non assumono di regola rilievo, ispirandosi in parte a quanto previsto in altri ordinamenti quali Francia³⁵³ e Spagna³⁵⁴.

Secondo un Autore, peraltro, si sarebbe potuti pervenire alla medesima conclusione anche in assenza della relativa precisazione nel Regolamento emittenti,

³⁵⁰ R. COSTI, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell’OPA*, cit., 226. Analizza la questione anche R. WEIGMANN, *L’Opa “involontaria”*, in AA. VV., *Principio capitalistico Quo Vadis?*, a cura di F. Briolini, Torino, 2016, 328.

³⁵¹ M. LAMANDINI, *Voto plurimo, voto maggiorato e disciplina dell’OPA*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 130.

³⁵² M. LAMANDINI, *loc. op. ultt. citt.*

³⁵³ In Francia il meccanismo della maggiorazione del voto quale “premio di fedeltà” costituisce il regime legale e gli obblighi di OPA sono imposti in capo a chi venga a detenere il 30% del capitale dotato di diritto di voto o il 30% dei diritti di voto. Tuttavia, in caso di superamento della soglia rilevante per effetto di una riduzione del numero complessivo dei titoli di capitale o dei diritti di voto esistenti, trattandosi di superamento di per sé rilevante, è attribuito all’AMF il potere di accordare l’esenzione dall’obbligo di OPA (art. 234-8 e 234-9 (5°), *Règlement général de l’Autorité des marchés financiers*). In merito alla maggiorazione del voto secondo la disciplina francese si veda *supra* Cap. II, par. 1.1.

³⁵⁴ La disciplina vigente in Spagna non ammette il voto più che proporzionale ma consente solo l’emissione di azioni prive del diritto di voto (cfr. *supra* Cap. II, par.1.6.). In tema di OPA si prevede che se un azionista, in seguito ad una riduzione del capitale sociale, venga a detenere una percentuale di capitale sociale superiore alla soglia del 30% dello stesso, questi non può esercitare il diritto di voto in eccedenza senza fare un’offerta pubblica di acquisizione (art. 7, comma 2 del *Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores*).

sulla base del disposto degli art. 106, commi 1 e 1-*bis*, TUF³⁵⁵. In ogni caso, l'esplicita previsione di cui all'art. 49, oltre a garantire maggior certezza su un tema così delicato, aggiunge altresì che l'esenzione non scatti (e quindi l'obbligo di OPA permanga) qualora «il soggetto interessato abbia acquistato, anche di concerto, una partecipazione che, calcolata in rapporto al numero complessivo dei titoli emessi dall'emittente che attribuiscono il diritto di voto sui medesimi argomenti, eccede le soglie indicate dai commi 1, 1-*bis*, 1-*ter* e comma 3, lettera b), dell'articolo 106 del Testo unico».

Colui che superi “involontariamente” la soglia dei diritti di voto ma abbia già posto in essere acquisti di azioni corrispondenti ad una frazione di capitale superiore alla soglia rilevante, dunque, è tenuto a procedere all'OPA: la *ratio* di tale eccezione, come chiarito dalla stessa Consob, risiede nel fatto che, nonostante la presenza di una clausola di maggiorazione, «non viene meno il valore “segnaletico” della partecipazione espressa in rapporto al capitale sociale»³⁵⁶.

La scelta della Commissione è condivisibile, soprattutto in considerazione della rilevanza che gli “acquisti” continuano ad assumere a fianco della maggiorazione (art. 106 TUF), in quanto l'azionista che si sia volontariamente posizionato al di sopra della soglia in termini di capitale sociale avrebbe accettato (fin dal momento dell'acquisto) il rischio di un eventuale superamento della soglia anche in termini di diritti di voto, sebbene derivante da comportamenti altrui³⁵⁷. In altre parole, anche se la causa “ultima” in forza della quale scatta l'obbligo di OPA deriva da un fatto involontario, sarebbe in ogni caso possibile rilevare a monte un

³⁵⁵ R. COSTI, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 227, il quale non specifica in che modo l'art. 106 TUF consenta di pervenire a tale conclusione ma è ragionevole supporre che si faccia riferimento al fatto che l'espressione «a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto» presupponga un comportamento attivo da parte del soggetto su cui ricade l'obbligo di promuovere l'OPA.

³⁵⁶ CONSOB, *Proposta di modifiche al regolamento emittenti in materia di voto plurimo. Esiti della consultazione*, 23 dicembre 2014, cit., 17.

³⁵⁷ Si segnala tuttavia che la scelta di sancire tale eccezione è definita “eccentrica” dal Guizzi il quale non ritiene giustificata la diversità di trattamento tra i soci che subiscono un “involontario” superamento della soglia sulla sola base del numero di azioni acquistate: sul punto, cfr. G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate*, cit., 165. L'Autore ha altresì affermato che la soluzione «di assegnare, nella sostanza, una rilevanza postuma al superamento della soglia del 30% del capitale [...] sia troppo severa, soprattutto perché le successive variazioni degli assetti di potere, conseguenti agli atti dispositivi del voto maggiorato compiuti da altri soci [...] non solo non sono prevedibili nel breve [...] ma si potrebbero determinare persino a distanza di molti anni dall'acquisto delle azioni» (G. GUIZZI, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 240).

acquisto “attivo” e “volontario” di azioni per una frazione di capitale “oltre-soglia” e, quindi, tale da giustificare l’obbligo - anche se “cronologicamente successivo” - di promuovere l’offerta.

Se l’esenzione di cui all’art. 49, lett. d-*bis* del Regolamento emittenti sopra analizzata è volta a tutelare l’azionista nei confronti dei superamenti “involontari” e “passivi”, quella di cui alla successiva lett. e del medesimo articolo è invece stata introdotta per ovviare alle difficoltà di “calcolo prospettico” che il meccanismo della maggiorazione del voto pone con riguardo alle soglie rilevanti. L’azionista non può prevedere in anticipo e con esattezza l’entità dell’incremento dei voti a lui spettanti al termine del *vesting period* rispetto alla totalità di quelli nel complesso attribuiti in quel momento storico, in quanto tale rapporto dipende anche dai comportamenti che hanno nel frattempo assunto gli altri soci. Alla luce di tale alea, e considerando che l’azionista potrebbe trovarsi nell’oggettiva difficoltà di poter programmare e organizzare in modo efficiente la raccolta delle risorse finanziarie necessarie ai fini dell’adempimento dell’obbligo di OPA, si è dunque ritenuto opportuno offrire all’azionista che abbia superato la soglia rilevante in seguito alla maggiorazione del voto una via alternativa al lancio dell’offerta pubblica.

Più precisamente, l’obbligo di OPA è sospeso se il soggetto che abbia superato la soglia di cui all’art. 106 TUF si impegna a cedere a parti non correlate i titoli o a ridurre i diritti di voto entro dodici mesi (in modo tale da “rientrare” sotto la soglia rilevante), astenendosi nel frattempo dall’esercitare i medesimi diritti (art. 49, comma 1, lett. e, Regolamento emittenti).

La “riduzione dei diritti di voto” contemplata in alternativa alla promozione dell’OPA può essere realizzata con la rinuncia alla maggiorazione, se contemplata in statuto, o con la dismissione delle azioni che attribuiscono i voti “in eccedenza”. Comunicata al mercato l’intenzione di avvalersi dell’esenzione, la successiva mancata osservanza di quanto promesso porta al “risorgere” dell’OPA e, per la determinazione del prezzo dell’offerta, all’obbligo di considerare non solo i dodici mesi precedenti la comunicazione di cui all’art. 102, comma 1 TUF, ma anche i successivi dodici.

In merito al prezzo dell'OPA, un'ultima considerazione. In una società quotata che abbia adottato il voto maggiorato e in cui un socio debba procedere all'offerta pubblica (poiché, ad esempio, ha superato la soglia limite proprio in forza della maggiorazione), tutte le azioni verranno pagate al medesimo prezzo, poiché quelle che attribuiscono il voto potenziato non costituiscono una categoria³⁵⁸. Diversamente, in una società quotata che abbia mantenuto le azioni a voto plurimo ai sensi dell'art. 127-*sexies* TUF, la cessione del controllo potrà avvenire «senza che il premio di maggioranza venga adeguatamente condiviso dai soci minoritari»³⁵⁹. A ben vedere, infatti, è assai probabile che le azioni a voto plurimo non siano tra quelle quotate e che, di conseguenza, il prezzo dell'OPA sia calcolato in base a quello (sicuramente inferiore, data la difficoltà di scalate ostili) con cui vengono scambiate nei mercati le azioni di altre categorie. Di conseguenza, a tutela dei soci di minoranza rimarrebbe solo il diritto di *exit* ad un prezzo medio ponderato, mentre non si potrebbe realizzare la funzione perequativa dell'offerta, stante la divisione del premio di controllo.

3.7. *Coordinamento del voto più che proporzionale con il limite di emissione delle azioni senza voto o con voto limitato.*

Il legislatore della riforma, come in precedenza segnalato, ha espressamente posto il divieto che, nelle società quotate, lo strumento della maggiorazione del voto coesista con l'emissione di azioni a voto plurimo (art. 127-*sexies*, comma 3, TUF)³⁶⁰. Nulla è stato specificato, invece, in merito all'eventuale cumulo di azioni senza voto o a voto limitato con azioni a voto potenziato, combinazione che con-

³⁵⁸ R. WEIGMANN, *L'Opa "involontaria"*, cit., 330. Su voto maggiorato e categorie di azioni, cfr. *supra* Cap. III, par. 2.2. Rilevano il problema anche N. ABRIANI, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 251 e M. LAMANDINI, *Voto plurimo, voto maggiorato e disciplina dell'OPA*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 126.

³⁵⁹ R. WEIGMANN, *loc. op. ultt. citt.*

³⁶⁰ P. MARCHETTI, *Commento all'art. 20 del d.l. Competitività*, cit., 6: «le società quotate che hanno (perché in sostanza "ereditate" o incrementate per aumento di capitale) azioni a voto plurimo non possono introdurre la maggiorazione di voto neppure a favore di altre categorie di azioni che pur non siano con voto plurimo (art. 127 *sexies*, comma 3)». Si veda sul punto più approfonditamente *supra* Cap. III, par. 1.8.

sentirebbe di raggiungere il controllo di diritto con azioni - a voto plurimo - che rappresentano solo il 12,5% (più un'azione) del capitale sociale³⁶¹.

La soluzione a tale interrogativo è stata oggetto di discussione in quanto, se da un lato la dottrina è unanime nel riconoscere che il valore delle azioni a voto plurimo può anche superare la metà del capitale sociale - non essendo applicabile alle medesime il limite stabilito per le azioni senza voto o a voto limitato³⁶² - non è altrettanto pacifica la possibilità che le due forme di *Control Enhancing Mechanisms (CEMs)* coesistano nella stessa architettura societaria.

Una parte - invero minoritaria - della dottrina, sulla base di una lettura "sostanziale" del limite della metà del capitale sociale indicato all'art. 2351, comma 2, c.c., ha negato la possibilità di cumulare le azioni senza voto con quelle a voto plurimo al fine di "potenziare" ulteriormente l'effetto di queste ultime³⁶³.

Più precisamente, la norma citata enucleerebbe il principio secondo cui sarebbe necessario possedere almeno il 25% del capitale sociale per poter esercitare il controllo di diritto. Poiché, dunque, tale limite sarebbe da «intendersi assoluto e quindi non superabile a prescindere dall'utilizzazione della specifica tecnica con riferimento al quale è formalmente posto»³⁶⁴, non avrebbe cittadinanza nel nostro ordinamento una combinazione di azioni a voto limitato e plurimo che assegni il controllo di diritto ai titolari di una percentuale inferiore al 25% del capitale sociale (e, *a fortiori*, del 12,5%).

³⁶¹ In una società con 100.000 azioni, di cui 37.500 ordinarie, 50.000 senza voto e 12.500 a voto plurimo (con un totale dei voti esprimibili pari dunque a 75.000), per avere il controllo di diritto sarà sufficiente la titolarità delle azioni a voto plurimo più di un'azione ordinaria, ossia del solo 12,5% + 1 azione del capitale sociale.

³⁶² Il primo a trattare il tema è stato N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli*, cit., 10-11. Cfr. anche P. MARCHETTI, *op. ult. cit.*, 5 e P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo*, 8. Più specificamente sul punto si veda *supra* Cap. III, par. 1.6.

³⁶³ C. ANGELICI, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 217. Conforme anche M. LIBERTINI, in M. LIBERTINI - ANGELICI C., *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, cit., 2, il quale sottolinea «la disposizione dell'art. 2351, comma 2, ultimo periodo, cod. civ. dev'essere interpretata non in senso formalistico e letterale, ma come indicazione di principio, e quindi estensivamente (come se dicesse: il controllo azionario può spettare solo a chi sia titolare di almeno il 25% del capitale più un'azione)».

³⁶⁴ C. ANGELICI, *op. ult. cit.*, 216.

Tuttavia, come per la questione interpretativa concernente il calcolo dei *quorum*³⁶⁵, a fronte di una lettura volta ad “arginare” la portata della riforma, sembra prevalere anche in merito al problema qui in esame l’orientamento che consente ad essa di dispiegare maggiormente i suoi effetti, ammettendo l’utilizzo congiunto di azioni senza voto e azioni a voto multiplo, cosicché si possa «spingere la leva del voto per il controllo di diritto» fino a percentuali nettamente inferiori al 25% del capitale sociale³⁶⁶.

La legittimità di tale interpretazione si incardina sul principio di autonomia statutaria, sull’assenza di divieti espressi dal legislatore e sullo spirito stesso della riforma, che, con l’introduzione delle azioni a voto potenziato, avrebbe dunque eliminato quella soglia-limite per il controllo fissata al 25% del capitale sociale ricavabile dal disposto dell’art. 2351, comma 2, c.c.³⁶⁷.

La categoria delle azioni senza voto e a voto limitato, da un lato, e quella delle azioni a voto plurimo, dall’altro, sarebbero quindi «intercomunicanti l’un l’altra, nel senso che all’incremento del numero delle une necessariamente corrisponde, ai fini dell’acquisizione del governo della società, un proporzionale incremento del peso dei voti attribuiti alle seconde»³⁶⁸.

In conclusione, è dunque da considerarsi «pienamente legittima» l’ipotesi di una società per azioni con il 50% del capitale rappresentato da azioni senza voto,

³⁶⁵ Nel silenzio delle norme, a fronte di una lettura “restrittiva”, volta a riconoscere rilevanza al voto plurimo solo per il calcolo dei *quorum* deliberativi, si considera preferibile l’interpretazione in forza della quale il voto plurimo realizza maggiormente i suoi effetti, attribuendo allo stesso rilevanza anche per il computo dei *quorum* costitutivi. Si veda *amplius supra* Cap. III, par. 3.1. ss.

³⁶⁶ P. MARCHETTI, *Commento all’art. 20 del d.l. Competitività*, cit., 5. Conformi anche N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli*, cit., 12 e ID., *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell’OPA*, cit., 250; M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo*, cit., 271; U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 27. Infine, anche se solo per inciso in motivazione, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Categorie di azioni e diritto di nomina di amministratori e sindaci (artt. 2348 comma 2, 2351 commi 2, 4 e 5 c.c.)*. *Massima n. 142*, 19 maggio 2015, consultabile al sito www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/142.aspx.

³⁶⁷ A ben vedere, già prima della riforma, con il sistema dei controlli indiretti era possibile esercitare il controllo con partecipazioni anche inferiori al 25%, come sottolineato da P. MARCHETTI, *Commento all’art. 20 del d.l. Competitività*, cit., 5, il quale evidenzia come il controllo di diritto con la sola titolarità del 13% fosse un «risultato peraltro raggiungibile (ma a maggiori costi) con una catena societaria a tre livelli».

³⁶⁸ M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo*, cit., 271.

il 12,5% da azioni a voto plurimo e, per la restante parte, da azioni ordinarie, con la conseguenza che i titolari delle sole azioni a voto plurimo, pur rappresentando una limitata percentuale del capitale sociale, sarebbero in condizione di esercitare il controllo di diritto della società³⁶⁹.

³⁶⁹ N. ABRIANI, *loc. op. ult. citt.* U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 27.

CAPITOLO IV
CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

L'introduzione del voto plurimo e maggiorato nell'ordinamento italiano è stata - ed è tutt'oggi - oggetto di un complesso dibattito che riguarda sia gli aspetti interpretativi di dettaglio del testo della riforma, sia, più in generale, l'opportunità della scelta di legittimare il voto sovrapporzionale.

Data l'importanza del tema, fin dall'entrata in vigore della riforma i contributi della dottrina - e i commenti della stampa economico/finanziaria - sono sorti numerosi e così come su molti dei problemi interpretativi non si è ancora formato un orientamento univoco, anche per ciò che concerne le valutazioni "di merito" della riforma si riscontra un panorama più che vario.

Dopo più di tre anni di applicazione della nuova normativa, tuttavia, a fronte di un mosaico così variegato di opinioni, le scelte operate a livello statutario, se da un lato non possono costituire elementi determinanti per la soluzione di problemi esegetici, dall'altro sono idonee ad assurgere a indici di rilevante importanza per una valutazione non solo dell'impatto della riforma sulle realtà societarie, ma anche della sua congruità rispetto ai fini perseguiti.

Scelte legislative e problemi interpretativi.

Come già anticipato esaminando la disciplina delle azioni a voto plurimo, la maggior parte dei problemi interpretativi sorti con riguardo all'istituto possono attribuirsi ad una scarsa attenzione del legislatore nell'operare un coordinamento con il "corpo normativo" esistente. L'emissione di azioni a voto plurimo è stata legittimata e disciplinata mediante una modifica del solo art. 2351 c.c.: eliminato il previgente divieto, è stata sancita la facoltà di creare azioni dotate di un massimo di tre voti, con la sola precisazione che questi potessero essere limitati a determinati argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni.

Fattori come l'assoluto carattere di novità di un istituto che il nostro ordinamento non aveva mai contemplato e la rilevanza del diritto di voto - la cui regolamentazione permea moltissimi aspetti della disciplina delle società per azioni -

avrebbero forse richiesto un più capillare coordinamento del nuovo istituto con la restante normativa che regola la vita e il funzionamento delle società.

Non sono infatti pochi i dubbi interpretativi sorti rispetto all'istituto. Tralasciando le critiche mosse nei confronti del *quorum* rafforzato richiesto per l'introduzione del voto plurimo - in quanto esso risulta poco coerente con la *ratio* di garantire un potere di veto delle minoranze -, ma rimanendo nella fase di "ingresso" delle azioni "potenziate" in società, è molto discussa la possibilità di applicare ulteriori forme di tutela "di categoria" ai sensi dell'art. 2376 c.c. o "individuali", quali il diritto di *exit* di cui all'art. 2437 c.c. Parimenti è stata oggetto di discussione la necessità di computare i voti "plurimi" anche ai fini del *quorum* costitutivo, così come la possibilità di strutturare il voto plurimo secondo logiche simili alle *loyalty shares* o, ancora, quella di estendere il potenziamento del voto a tutte le azioni.

Al di là delle soluzioni proposte a tali interrogativi (cui si ritiene di dar ad ognuno risposta positiva, fatta eccezione per il diritto di recesso), non si può non rilevare come la causa di tutte le citate incertezze derivi dai silenzi del legislatore. Silenzi che sembrano farsi ancora più eloquenti se confrontati con le disposizioni (espresse) in materia di voto maggiorato e meno giustificati se si identifica la causa dei medesimi nel fatto che il voto plurimo non sia stato introdotto mediante un processo di riforma armonico e complessivo, quanto piuttosto mediante un emendamento operato in sede di conversione del d.l., il quale originariamente contemplava solo il voto maggiorato.

Quest'ultimo ha ricevuto una disciplina più completa, enucleata all'art. 127-*quinquies* TUF, forse grazie ad una "meditazione" più approfondita da parte del legislatore e alla presenza di un "vicino" *corpus* di norme a cui ispirarsi, quale il *vote double* francese.

Il maggior grado di attenzione del legislatore per la disciplina del voto maggiorato non ha tuttavia eliminato i problemi interpretativi, sorti, ancora una volta, in corrispondenza dei silenzi della normativa: si ricordino, in particolare, la possibilità di limitare il beneficio ad una categoria soltanto di azioni, la sussistenza del diritto di recesso in caso di modificazione o eliminazione della clausola di maggiorazione, la perdita del voto maggiorato in alcune particolari ipotesi di costitu-

zione di diritti reali o di fusione e scissione che non comportino il cambio del controllo, la necessità di un'espressa clausola statutaria per poter esercitare la rinuncia o, ancora, la possibilità di iscrivere nuovamente le azioni nell'elenco speciale dopo aver rinunciato alla relativa maggiorazione.

Le prime esperienze statutarie di clausole di maggiorazione del voto.

Per le possibili soluzioni ai singoli interrogativi sopra elencati si richiamano le considerazioni svolte nei precedenti paragrafi ma, restando su un piano più generale, è possibile ravvisare un certo grado di uniformità nelle scelte operate a livello statutario.

A differenza del voto plurimo - per il quale, come anticipato in introduzione, non è possibile operare un confronto tra gli statuti di tutte le società che potrebbero averlo adottato -, per il voto maggiorato è reperibile non solo il numero esatto delle società quotate che vi hanno fatto ricorso (progressivamente aggiornato dalla Consob³⁷⁰), ma anche tutto il materiale relativo alle deliberazioni delle diverse società (relazioni degli amministratori, richieste di integrazione da parte della Consob, verbali delle assemblee che hanno adottato la modifica statutaria, regolamenti del voto maggiorato ed elenchi dei soci che hanno provveduto all'iscrizione per poter beneficiare del "premio di fedeltà").

Poiché, inoltre, il ricorso alla maggiorazione non è stato un fenomeno temporalmente circoscritto ai mesi immediatamente successivi alla riforma, ma si è dimostrato costante negli anni (diciotto società nel primo anno e mezzo di applicazione della riforma, otto nel 2016 e nove nel 2017), le soluzioni "consolidatesi" nel tempo costituiscono un più forte indice della prassi instauratasi, rispetto alla quale è dunque possibile confrontare i primi commenti resi dalla dottrina sugli aspetti più delicati della disciplina.

Le prime applicazioni hanno dimostrato un forte grado di standardizzazione, che emerge non solo dalle scelte operate ove il legislatore ha concesso facoltà di *opt-in* o *opt-out* statutarie³⁷¹, ma anche dal mancato ricorso a quelle soluzioni più

³⁷⁰ L'elenco delle società quotate i cui statuti consentono la maggiorazione dei diritti di voto o che abbiano emesso azioni a voto plurimo è consultabile sul sito www.consob.it/web/area-pubblica/quotate/main/emittenti/societa_quotate/voto_maggiorato_plurimo_lnk.htm.

³⁷¹ Si confrontino le tavole sinottiche n. 7, 8 e - soprattutto - 9.

particolari esaminate nei contributi di molti Autori e, in alcuni casi, oggetto di discussione. È ad esempio pacifico che il *vesting period* si possa estendere oltre i 24 mesi, che la maggiorazione possa essere attribuita anche in termini decimali (purché nel rispetto del limite massimo di due voti) o sottoposta ad ulteriori condizioni. Tuttavia, nessuna società si è discostata dal modello dispositivo³⁷², così come nessuna ha limitato gli effetti della maggiorazione ad alcune categorie soltanto di azioni (problema che sembra dunque rimanere confinato al dibattito dottrinale).

Una più ampia varietà di formulazioni si ravvisa rispetto al concetto di “appartenenza”, per il quale in ogni caso è stato adottato il criterio che fa perno sul diritto di voto (secondo il quale la costituzione di un diritto reale sulle azioni non determina la perdita della maggiorazione qualora il nudo proprietario conservi il diritto di voto)³⁷³. Varia anche la scelta rispetto al coordinamento tra la disciplina dettata in caso cambio di controllo del titolare delle azioni e il mantenimento della maggiorazione in caso di fusione e scissione del medesimo: se nella maggior parte degli statuti è solo riportata la (sintetica) formulazione della legge, in quelli che presentano una più chiara puntualizzazione è precisato che il cambio di controllo che consegue ad una fusione determina la perdita del beneficio³⁷⁴.

Inoltre, è netta la prevalenza di clausole che ammettono la possibilità di chiedere una nuova iscrizione nell’elenco speciale delle azioni per le quali la maggiorazione sia già stata rinunciata³⁷⁵.

Per ciò che concerne, invece, l’estensione della deroga alla perdita della maggiorazione - dettata dal legislatore per i soli atti *mortis causa* - a determinati atti *inter vivos* (quali cessioni di azioni operate a seguito di costituzione di un *trust*, di un fondo patrimoniale, di un patto di famiglia o donazioni a favore degli eredi legittimari), la prassi non sembra aver adottato un indirizzo univoco: la previsione è invero contenuta in pochi statuti, la maggior parte dei quali sono tuttavia i più recenti, quasi a voler segnalare l’avvio di una prassi fondata su istanze che, come sopra esposto, non sembrano tuttavia condivisibili³⁷⁶.

³⁷² Cfr. tavola sinottica n. 3.

³⁷³ Cfr. tavola sinottica n. 5.

³⁷⁴ Cfr. tavola sinottica n. 8.

³⁷⁵ Cfr. tavola sinottica n. 10.

³⁷⁶ Cfr. tavola sinottica n. 7.

Infine, in merito alla sussistenza del recesso in caso di modifica o eliminazione della clausola di maggiorazione (su cui alcuni fra i primi statuti si sono spinti fino ad escludere il relativo diritto di *exit*), tutte le società che hanno adottato la maggiorazione nel biennio 2016-2017 si sono astenute da ogni precisazione. Sembrano dunque aver accolto il suggerimento della dottrina che ha avuto modo di precisare che «non spetta allo statuto dare interpretazioni restrittive alle fattispecie legislative di recesso»³⁷⁷.

Valutazioni “di merito” alla luce delle prime esperienze applicative.

Se per la soluzione di problemi interpretativi non mancano in dottrina numerosi contrasti, questi si fanno ancora più accesi quando si passa alle valutazioni di merito. A ben vedere, non c'è uniformità di opinioni nemmeno sulla portata della riforma, che, se per alcuni Autori è «molto minore di quanto potrebbe suggestivamente apparire»³⁷⁸, altri l'hanno definita una «mini rivoluzione»³⁷⁹.

Particolarmente temuto è il rischio che la deviazione dal principio di proporzionalità tra rischio e potere comporti una dannosa polarizzazione della ricchezza, con conseguente più ampia possibilità di estrazione di benefici privati del controllo. In altre parole, l'infedramento del capitalismo familiare, attraverso la raccolta e la conservazione in portafoglio delle azioni a voto plurimo non sarebbe per forza condizione di prudenza, data la possibilità di un crescente disinteresse o di un attaccamento allo *status quo*; si determinerebbe, in sintesi, una minor contendibilità degli emittenti, con conseguente rallentamento dei processi di investimento dovuti ad una crescente miopia degli scenari evolutivi³⁸⁰.

³⁷⁷ P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 466.

³⁷⁸ C. ANGELICI, *Intervento*, in *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 216, il quale sostiene che la possibilità di impostare le società secondo una *dual class structure* era già presente grazie alle azioni senza diritto di voto.

³⁷⁹ A. BUSANI-M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si “pesano”*, cit., 1048. Cfr. anche M. LIBERTINI, *Intervento*, in *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 246.

³⁸⁰ Tra gli Autori che si sono espressi in modo più critico nei confronti della maggiorazione del voto si ricorda V. CARIELLO, *“Un formidabile strumento di dominio economico”*, cit., 3 ss.. Più sfumate le osservazioni di V. CALANDRA BUONAURA, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 253; R. COSTI, *Intervento*, *ivi*, 229; C. ANGELICI, *Intervento*, *ivi*, 214, il quale aggiunge come siano esplicite le finalità politiche della maggiorazione

Specularmente, le tesi favorevoli all'introduzione del voto plurimo sottolineano come quest'ultimo - strumento di controllo peraltro più trasparente di altri *CEMs*, quali i patti parasociali - possa anche essere idoneo a limitare il rischio di comportamenti opportunistici del *management*, la cui permanenza in carica si troverà a dipendere da azionisti stabili ed intenzionati a restare tali per via degli incentivi loro riservati in una prospettiva di lungo termine; per ciò che concerne gli investitori, è stato rilevato che, qualora adottino un'ottica di investimento *long-term*, potrebbero godere anch'essi del "premio di fedeltà", risultando conseguentemente anche più coinvolti nelle strategie gestionali delle società quotate; infine, il voto plurimo, costituendo un incentivo al processo di quotazione e di raccolta di investimenti, consentirebbe ai soci fondatori di beneficiare di un più facile accesso ad investimenti, evitando il rischio di perdere il controllo sulla società ed evitando altresì un trasferimento della propria sede in Paesi esteri (soprattutto nel settore delle industrie tecnologiche, come dimostrato dall'esperienza statunitense)³⁸¹.

Le esperienze applicative sembrano confermare solo alcuni dei timori espressi dalle correnti più scettiche della dottrina.

Come ben emerge dall'ultimo rapporto sulla *corporate governance* pubblicato dalla Consob, la maggiorazione del voto è stata adottata principalmente da società che presentano una struttura di controllo familiare³⁸²; per contro, sembra aver avuto una diffusione assai più modesta tra le società pubbliche, in quanto solo due società - Hera e Iren - hanno modificato i loro statuti in tal senso³⁸³.

del voto, volto a contribuire alle finanze statali; M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 491.

³⁸¹ P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., 467; P. MONTALENTI, *Voto maggiorato e voto plurimo: prime riflessioni*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2015, 22, 9; ID., *Impresa. Società di capitali. Mercati finanziari*, Torino, 2017, 173 ss; E. RIMINI, *Quorum assembleari e voto multiplo in assemblea*, in AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 81; M. MAROCCHI, *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella spa riformata*, in *Contratto e Impresa*, 2014, 245 ss.

³⁸² CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2017, consultabile sul sito www.consob.it/web/area-pubblica/rapporto-sulla-corporate-governance, spec. tab. 1.17, da cui emerge che 29 società su 33 (secondo dati aggiornati al giugno 2017) sono sotto controllo familiare.

³⁸³ In Hera, i Comuni di Bologna, Imola, Modena, Ravenna, Trieste, Padova e Udine, con circa il 40% del capitale sociale possono esercitare più della metà dei voti complessivi. Percentuali analoghe si ritrovano in Iren, ove hanno provveduto all'iscrizione nell'apposito elenco il Comune di Reggio Emilia e la Finanziaria Sviluppo Utilities (controllata dal Comune di Genova e da quello di Torino).

Parimenti le uniche due emittenti che hanno mantenuto il voto plurimo ai sensi dell'art. 127-*sexies* TUF sono tuttora - ed anche in forza della clausola in esame - saldamente controllate dalle famiglie fondatrici (ossia i Candela per F.I.L.A. e i Bonazzi per Aquafil).

Se a questo dato si aggiunge che gli investitori istituzionali hanno sempre espresso voti contrari alle delibere di introduzione del voto maggiorato, sembrerebbe trovare conferma la teoria secondo cui il potenziamento del voto è uno strumento “delle maggioranze”, apprezzato da coloro che desiderano raggiungere una cristallizzazione del controllo e guardato con sfavore dagli investitori istituzionali (nonostante a questi ultimi sia data la possibilità di beneficiare del premio di fedeltà “neutralizzando” in tal modo la maggiorazione degli altri soci)³⁸⁴.

Tuttavia, il fatto che il voto più che proporzionale determini l'accrescimento del potere in capo a determinati soggetti - elemento che è chiave nel meccanismo volto ad incentivare la quotazione dettato all'art. 127-*sexies* TUF - non può essere guardato esclusivamente come elemento di “chiusura” dell'emittente.

Il caso di Banca Sella è paradigmatico: una società che per più di un secolo è stata partecipata esclusivamente da soggetti appartenenti alla famiglia fondatrice o, in ogni caso, riconducibili alla stessa, ha ora assunto la qualifica di “emittente diffuso” ai sensi del Regolamento Consob, convertendo le azioni preesistenti in azioni a voto plurimo e emettendone di ordinarie destinate a circolare nel sistema multilaterale di negoziazione Hi-MTF Order Driven. Il voto plurimo è stato dunque funzionale ad un’“apertura” (anche se non per il controllo) dell'emittente, che, consentendo l’“accesso” al proprio capitale a circa tremila nuovi azionisti, ha ora avuto la possibilità di acquisire nuove risorse e innalzare i propri coefficienti patrimoniali³⁸⁵.

Benché l'operazione di Banca Sella non sia stata funzionale ad una quotazione, essa segue una logica del tutto simile a quella posta alla base della conservazione delle azioni a voto plurimo dopo l'inizio delle negoziazioni di cui all'art. 127-*sexies* TUF: è dunque possibile immaginare che anche questo strumento di

³⁸⁴ La contrarietà all'introduzione del nostro ordinamento del voto “potenziato” da parte degli investitori istituzionali era peraltro già stata dichiarata immediatamente dopo l'entrata in vigore della riforma: cfr. ASSOGESTIONI, *Voto maggiorato e voto plurimo: un vulnus al principio di one share-one vote*, disponibile sul sito www.assogestioni.it.

³⁸⁵ Si veda *amplius supra*, Cap. III, par. 1.4.

“incentivo alla quotazione” possa produrre analoghi effetti positivi, anche se, allo stato attuale, tale incentivo non sembra aver raggiunto gli obiettivi sperati, stante l’utilizzo del medesimo da parte di due sole società.

Uno dei fattori a cui si potrebbe ricollegare la riscontrata “timidezza” degli emittenti nello sfruttare lo strumento del voto plurimo in vista della quotazione potrebbe essere individuato nell’“anomalia” che ancora esso rappresenta nel nostro ordinamento: stante il generale divieto posto in capo alle società quotate di adottare una struttura *dual class*, il timore di riscontrare reazioni negative da parte dei mercati regolamentati potrebbe aver disincentivato il ricorso all’istituto. Si potrebbe allora pensare che l’abrogazione di tale divieto - oltre ad eliminare la disparità di trattamento tra società quotande e già quotate (in quanto queste ultime possono ricorrere al solo voto maggiorato) - potrebbe incentivare maggiormente quell’apertura ai mercati perseguita dallo stesso legislatore della riforma.

Rimane in ogni caso arduo dare una valutazione di merito complessiva sulla riforma. Considerando tuttavia che la dissociazione tra proprietà e potere è un fenomeno che risale alla fine del 1800³⁸⁶, che il nostro ordinamento già contempla *CEMs* di diverso genere - quali gruppi piramidali o patti parasociali - e che l’introduzione del voto più che proporzionale, sia esso nella forma del voto plurimo o maggiorato, ha consentito all’Italia di “allinearsi” agli altri (numerosi) Stati che già da tempo ammettono il “potenziamento” del voto, si ritiene preferibile condividere le osservazioni di quella parte di dottrina che si è espressa positivamente sulla questione.

Non si possono certo negare le difficoltà che la riforma ha posto a livello interpretativo e di coordinamento non solo tra le sue disposizioni e il restante corpo normativo, ma anche tra quelle originariamente contenute nel decreto legge e quelle successivamente inserite in sede di conversione.

Sarebbe dunque stato forse più opportuno tenere a mente il monito dello Scialoja che, favorevole all’introduzione dell’istituto³⁸⁷, già nel 1925 constatava come il regolamento delle azioni a voto plurimo dovesse essere «organicamente

³⁸⁶ G. COTTINO, *La riforma delle società commerciali*, Modena, 1968, 5.

³⁸⁷ Commentando la pronuncia della Cassazione del Regno del 1926, dichiarò che «è pura illusione che la legge possa vietare il voto plurimo, o, più esattamente, possa impedire il verificarsi di quelle situazioni che privilegio nel voto viene a creare o a regolare», A. SCIALOJA, Nota a Cass. del Regno, 15 luglio 1926, in *Foro it.*, I, 1926, 779.

inquadrato nel regime delle società, invece che innestato con qualche incompleta ed affrettata rappezzatura in un corpo legislativo preesistente»³⁸⁸.

³⁸⁸ A. SCIALOJA, Nota a Cass. del Regno, 15 luglio 1926, in *Foro it.*, I, 1926, 780.

TAVOLE SINOTTICHE

Tav. 1 – Società che hanno adottato il voto maggiorato (in ordine cronologico secondo la data di delibera assembleare di introduzione della clausola).

2015		
1	DAVIDE CAMPARI-MILANO S.P.A.	28 gennaio 2015
2	AMPLIFON S.P.A.	29 gennaio 2015
3	ASTALDI S.P.A.	29 gennaio 2015
4	MAIRE TECNIMONT S.P.A.	18 febbraio 2015
5	TERNIENERGIA S.P.A.	16 marzo 2015
6	ZIGNAGO VETRO S.P.A.	14 aprile 2015
7	DEA CAPITAL S.P.A.	17 aprile 2015
8	EXPRIVIA S.P.A.	22 aprile 2015
9	LANDI RENZO S.P.A.	24 aprile 2015
10	COFIDE S.P.A.	24 aprile 2015
11	NICE S.P.A.	24 aprile 2015
12	POLIGRAFICA SAN FAUSTINO S.P.A.	24 aprile 2015
13	HERA S.P.A.	28 aprile 2015
14	CONAFI PRESTITO' S.P.A.	29 aprile 2015
15	CLASS EDITORI S.P.A.	30 aprile 2015
16	GRUPPO WASTE ITALIA S.P.A.	05 maggio 2015
17	INTEK GROUP S.P.A.	18 giugno 2015
18	OPENJOBMETIS S.P.A.	12 ottobre 2015
2016		
19	TECHNOGYM S.P.A.	16 febbraio 2016
20	SAES GETTERS S.P.A.	03 marzo 2016
21	CARRARO S.P.A.	15 aprile 2016
22	SABAF S.P.A.	28 aprile 2016
23	DIASORIN S.P.A.	28 aprile 2016
24	IREN S.P.A.	09 maggio 2016
25	CAIRO COMMUNICATION S.P.A.	18 luglio 2016
26	CENTRALE DEL LATTE D'ITALIA S.P.A.	30 settembre 2016
2017		
27	DE' LONGHI S.P.A.	11 aprile 2017
28	I.M.A. INDUSTRIA MACCHINE AUTOMATICHE S.P.A.	21 aprile 2017
29	TOD'S S.P.A.	21 aprile 2017
30	ARNOLDO MONDADORI EDITORE S.P.A.	27 aprile 2017
31	LVENTURE GROUP S.P.A.	27 aprile 2017
32	FIDIA S.P.A.	28 aprile 2017
33	DATALOGIC S.P.A.	04 maggio 2017
34	GIMA TT S.P.A.	26 giugno 2017
35	REPLY S.P.A.	13 settembre 2017

Tav. 2 – Settore di attività e segmento di mercato.

SOCIETÀ	SETTORE*	MERCATO/SEGMENTO
CAMPARI	<i>Food & Beverage</i>	MTA
AMPLIFON	<i>Health Care</i>	STAR
ASTALDI	<i>Construction & Materials</i>	STAR
MAIRE TECNIMONT	<i>Oil & Gas</i>	MTA
TERNIENERGIA	<i>Utilities</i>	STAR
ZIGNAGO VETRO	<i>Industrial Goods & Services</i>	STAR
DEA CAPITAL	<i>Financial Services</i>	STAR
EXPRIVIA	<i>Technology</i>	STAR
LANDI RENZO	<i>Automobiles & Parts</i>	STAR
COFIDE	<i>Industrial Goods & Services</i>	MTA
NICE	<i>Industrial Goods & Services</i>	MTA
POLIGRAFICA	<i>Industrial Goods & Services</i>	MTA
HERA	<i>Utilities</i>	MTA
CONAFI	<i>Financial Services</i>	MTA
CLASS EDITORI	<i>Media</i>	MTA
GRUPPO WASTE	<i>Industrial Goods & Services</i>	MTA
INTEK GROUP	<i>Basic Resources</i>	MTA
OPENJOBMETIS	<i>Industrial Goods & Services</i>	STAR
TECHNOGYM	<i>Personal & Household Goods</i>	MTA
SAES GETTERS	<i>Industrial Goods & Services</i>	STAR
CARRARO	<i>Industrial Goods & Services</i>	MTA
SABAF	<i>Industrial Goods & Services</i>	STAR
DIASORIN	<i>Health Care</i>	MTA
IREN	<i>Utilities</i>	MTA
CAIRO COMM.	<i>Media</i>	STAR
CENTR. DEL LATTE	<i>Food & Beverage</i>	STAR
DE' LONGHI	<i>Personal & Household Goods</i>	MTA
I.M.A.	<i>Industrial Goods & Services</i>	STAR
TOD'S	<i>Personal & Household Goods</i>	MTA
MONDADORI	<i>Media</i>	STAR
LVENTURE	<i>Financial Services</i>	MTA
FIDIA	<i>Industrial Goods & Services</i>	STAR
DATALOGIC	<i>Industrial Goods & Services</i>	STAR
GIMA TT	<i>Industrial Goods & Services</i>	STAR
REPLY	<i>Technology</i>	STAR

* Il settore è identificato secondo i criteri e le indicazioni di Borsa Italiana.

Tav. 3 – Autonomia statutaria nella conformazione del voto maggiorato.

SOCIETÀ	NUMERO DI VOTI ATTRIBUITI	VESTING PERIOD	CONDIZIONI ULTERIORI PER LA MAGGIORAZIONE	DELIBERE PER CUI OPERA LA MAGGIORAZIONE
CAMPARI	2	24 mesi	No	Tutte
AMPLIFON	2	24 mesi	No	Tutte
ASTALDI	2	24 mesi	No	Tutte
MAIRE TECNIMONT	2	24 mesi	No	Tutte
TERNIENERGIA	2	24 mesi	No	Tutte
ZIGNAGO VETRO	2	24 mesi	No	Tutte
DEA CAPITAL	2	24 mesi	No	Tutte
EXPRIVIA	2	24 mesi	No	Tutte
LANDI RENZO	2	24 mesi	No	Tutte
COFIDE	2	24 mesi	No	Tutte
NICE	2	24 mesi	No	Tutte
POLIGRAFICA	2	24 mesi	No	Tutte
HERA	2	24 mesi	No	Solo alcune*
CONAFI	2	24 mesi	No	Tutte
CLASS EDITORI	2	24 mesi	No	Tutte
GRUPPO WASTE	2	24 mesi	No	Tutte
INTEK GROUP	2	24 mesi	No	Tutte tranne le delibere di autorizzazione di atti di gestione
OPENJOBMETIS	2	24 mesi	No	Tutte
TECHNOGYM	2	24 mesi	No	Tutte
SAES GETTERS	2	24 mesi	No	Tutte
CARRARO	2	24 mesi	No	Tutte
SABAF	2	24 mesi	No	Tutte
DIASORIN	2	24 mesi	No	Tutte
IREN	2	24 mesi	No	Solo alcune*
CAIRO COMM.	2	24 mesi	No	Tutte
CENTR. DEL LATTE	2	24 mesi	No	Tutte
DE' LONGHI	2	24 mesi	No	Tutte
I.M.A.	2	24 mesi	No	Tutte
TOD'S	2	24 mesi	No	Tutte
MONDADORI	2	24 mesi	No	Tutte
LVENTURE	2	24 mesi	No	Tutte
FIDIA	2	24 mesi	No	Tutte
DATALOGIC	2	24 mesi	No	Tutte
GIMA Tt	2	24 mesi	No	Tutte
REPLY	2	24 mesi	No	Tutte

* La maggiorazione del voto opera solo per le delibere aventi ad oggetto la modifica della clausola di maggiorazione, la nomina e revoca dei membri dell'organo amministrativo e di controllo e - per la società Iren - anche l'esercizio dell'azione di responsabilità nei confronti di questi ultimi.

Tav. 4 – Disciplina su modifica ed eliminazione della clausola di maggiorazione.

SOCIETÀ	PRECISAZIONI SULLA NON APPLICABILITÀ DELLA DISCIPLINA RELATIVA ALLE ASSEMBLEE SPECIALI	RIFERIMENTI AL DIRITTO DI RECESSO
CAMPARI	Si	«È in ogni caso escluso il diritto di recesso nella massima misura consentita dalla legge»
AMPLIFON	No	No
ASTALDI	No	No
MAIRE TECNIMONT	No	No
TERNIENERGIA	Si	«È in ogni caso escluso il diritto di recesso nella massima misura consentita dalla legge»
ZIGNAGO VETRO	No	No
DEA CAPITAL	No	No
EXPRIVIA	No	«È comunque escluso il diritto di recesso»
LANDI RENZO	No	No
COFIDE	No	No
NICE	No	No
POLIGRAFICA	Si	«Ogni eventuale soppressione o modifica del beneficio della maggiorazione non fa sorgere in capo all'azionista assente o dissenziente il diritto di recesso»
HERA	Si	«È in ogni caso escluso il diritto di recesso nella massima misura consentita dalla legge»
CONAFI	No	No
CLASS EDITORI	No	No
GRUPPO WASTE	No	No
INTEK GROUP	No	No
OPENJOBMETIS	No	No
TECHNOGYM	No	No
SAES GETTERS	No	No
CARRARO	No	No
SABAF	No	No
DIASORIN	No	No
IREN	No	No
CAIRO COMM.	No	No
CENTR. DEL LATTE	No	No
DE' LONGHI	No	No
I.M.A.	No	No
TOD'S	No	No
MONDADORI	No	No
LVENTURE	No	No
FIDIA	No	No
DATALOGIC	No	No
GIMA Tt	No	No
REPLY	No	No

Tav. 5 – Individuazione del concetto di “appartenenza” delle azioni ed effetti conseguenti alla costituzione di diritti reali sulle azioni.

SOCIETÀ	MODELLO CAMPARI*	MODELLO MAIRE TECNIMONT*	ALTRO	PRECISAZIONI IN MERITO AL DIRITTO DI PEGNO
CAMPARI	X			
AMPLIFON			**	
ASTALDI			Nessuna precisazione	
MAIRE TECNIMONT		X		
TERNIENERGIA	X			X
ZIGNAGO VETRO		X		
DEA CAPITAL	X			
EXPRIVIA	X			X
LANDI RENZO		X		
COFIDE	X			
NICE		X		
POLIGRAFICA	X			
HERA	X			X
CONAFI		X		
CLASS EDITORI	X			
GRUPPO WASTE		X		
INTEK GROUP		X		
OPENJOBMETIS			Nessuna precisazione	X
TECHNOGYM	X			
SAES GETTERS			L'usufruttuario, pur munito di diritto di voto, non beneficia della maggiorazione	
CARRARO	X			
SABAF		X		X
DIASORIN		X		
IREN	X			X
CAIRO COMM.	X			
CENTR. DEL LATTE			Nessuna precisazione	
DE' LONGHI	X			X
I.M.A.	X			
TOD'S	X			
MONDADORI	X			
LVENTURE	X			
FIDIA	X			
DATALOGIC	X			
GIMA Tt	X			
REPLY	X			

* Cfr. quanto esposto *supra* par. 2.8.

**Lo statuto di Amplifon presenta caratteri simili al “modello Campari” ma, invece impiegare l’espressione “diritto reale legittimante”, afferma che possa beneficiare del premio «il titolare delle azioni per le quali è stata effettuata l’iscrizione nell’Elenco – o il titolare del diritto reale che ne conferisce il diritto di voto».

Tav. 6 – Cambio del controllo, OICR e intestazioni fiduciarie.

SOCIETÀ	RIPRODUZIONE DEL TESTO DI LEGGE PER CESSIONI DEL CONTROLLO	IRRILEVANZA DEI “TRASFERIMENTI OICR”	IRRILEVANZA DELLE INTESTAZIONI FIDUCIARIE SE NON CAMBIA IL FIDUCIANTE
CAMPARI	Si		
AMPLIFON	Si		
ASTALDI	No		
MAIRE TECNIMONT	Si	X	
TERNIENERGIA	Si		
ZIGNAGO VETRO	Si		
DEA CAPITAL	Si	X	
EXPRIVIA	Si		
LANDI RENZO	Si		
COFIDE	Mero richiamo		X
NICE	Si		
POLIGRAFICA	No		
HERA	Si		
CONAFI	Si	X	
CLASS EDITORI	Mero richiamo		X
GRUPPO WASTE	Si	X	
INTEK GROUP	Si	X	
OPENJOBMETIS	Si	X	
TECHNOGYM	Si	X	
SAES GETTERS	Si	X	
CARRARO	Si		
SABAF	Si	X	
DIASORIN	Si		
IREN	Si		
CAIRO COMM.	Si	X	
CENTR. DEL LATTE	No		
DE' LONGHI	Si	X	
I.M.A.	Si		
TOD'S	Si		
MONDADORI	Si	X	
LVENTURE	Si	X	
FIDIA	Si	X	
DATALOGIC	Si		
GIMA Tt	Si		
REPLY	Si		

Tav. 7 – Cessioni *mortis causa* (art. 127-quinquies, comma 3, lett. a, TUF).

SOCIETÀ	OPT-OUT	PRECISAZIONI SU LEGATARIO	ESTENSIONE DEROGA PER ATTI <i>INTER VIVOS</i> *	ESTENSIONE DEROGA ANCHE PER DONAZIONI
CAMPARI	No		X	
AMPLIFON	No			
ASTALDI	No			
MAIRE TECNIMONT	No	X		
TERNIENERGIA	No			
ZIGNAGO VETRO	No	X		
DEA CAPITAL	No	X		
EXPRIVIA	No		X	
LANDI RENZO	No	X		
COFIDE	No			
NICE	No	X		
POLIGRAFICA	No			
HERA	No			
CONAFI	No	X		
CLASS EDITORI	No			
GRUPPO WASTE	No			
INTEK GROUP	No	X		
OPENJOBMETIS	No	X		
TECHNOGYM	No	Esclusione espressa		
SAES GETTERS	No	X		
CARRARO	No	X	X	
SABAF	No	X		
DIASORIN	No	X		
IREN	No	X		
CAIRO COMM.	No	X		
CENTR. DEL LATTE	No			
DE' LONGHI	No	X		
I.M.A.	No		X	X
TOD'S	No	X		
MONDADORI	No	X		
LVENTURE	No	X		
FIDIA	No	X		
DATALOGIC	No		X	X
GIMA Tt	No		X	X
REPLY	No	X	X	

*Più precisamente, si fa riferimento al trasferimento a titolo gratuito in forza di un patto di famiglia e al trasferimento a titolo gratuito a seguito della costituzione e/o dotazione di un trust, di un fondo patrimoniale o di una fondazione i cui beneficiari siano il trasferente o i di lui eredi legittimari.

Tav. 8 – Fusione e scissione del titolare delle azioni a voto maggiorato.

SOCIETÀ	NESSUNA INDICAZIONE	MERA RIPRODUZIONE DEL TESTO DI LEGGE	MERO RICHIAMO ALLA RILEVANZA DEL CAMBIO DI CONTROLLO*	ESPLICITA ESENZIONE PER LE SOLE FUSIONI CHE NON CAUSANO CAMBIO DI CONTROLLO**	OPT-OUT ***
CAMPARI					Parziale
AMPLIFON		X			
ASTALDI		X			
MAIRE TECNIMONT			X		
TERNIENERGIA					Parziale
ZIGNAGO VETRO			X		
DEA CAPITAL		X			
EXPRIVIA				X	
LANDI RENZO			X		
COFIDE		X			
NICE			X		
POLIGRAFICA					Totale
HERA				X	
CONAFI			X		
CLASS EDITORI		X			
GRUPPO WASTE			X		
INTEK GROUP		X			
OPENJOBMETIS			X		
TECHNOGYM				X	
SAES GETTERS		X			
CARRARO		X			
SABAF			X		
DIASORIN		X			
IREN		X			
CAIRO COMM.		X			
CENTR. DEL LATTE		X			
DE' LONGHI		X			
I.M.A.	X				
TOD'S		X			
MONDADORI		X			
LVENTURE		X			
FIDIA		X			
DATALOGIC	X				
GIMA Tt	X				
REPLY		X			

*Lo statuto, nel precisare che le operazioni di fusione e scissione del titolare di azioni maggiorate non determinano la perdita del beneficio, richiama la (successiva) disposizione che prevede la perdita della maggioranza in caso di cambio di controllo.

** Lo statuto precisa che se l'ente è soggetto a controllo, può mantenere il voto doppio solo ove la fusione o la scissione non abbiano determinato cambio di controllo

*** Mediante *opt-out* concesso all'art. 127-*quinquies* TUF, si prevedono casi in cui fusione e scissione comportano la perdita della maggioranza. Sul punto, cfr. *supra* par. 2.13.

Tav. 9 – Modifiche del capitale e operazioni straordinarie: *opt-in e opt-out* statutari.

SOCIETÀ	AUMENTO GRATUITO (<i>OPT-OUT</i>)	AUMENTO ONEROSO (<i>OPT-IN</i>)	FUSIONE E SCISSIONE DELL'EMITTENTE (<i>OPT-IN</i>)
CAMPARI	No	Si	Si
AMPLIFON	No	Si	Si
ASTALDI	No	Si	No
MAIRE TECNIMONT	No	Si	Si
TERNIENERGIA	No	Si	Si
ZIGNAGO VETRO	No	Si	Si
DEA CAPITAL	No	Si	Si
EXPRIVIA	No	Si	Si
LANDI RENZO	No	Si	Si
COFIDE	No	Si	No
NICE	No	Si	Si
POLIGRAFICA	No	Si	Si
HERA	No	Si	Si
CONAFI	No	Si	Si
CLASS EDITORI	No	Si	No
GRUPPO WASTE	No	Si	Si
INTEK GROUP	No	Si	Si
OPENJOBMETIS	No	Si	Si
TECHNOGYM	No	Si	Si
SAES GETTERS	No	Si	Si
CARRARO	No	Si	Si
SABAF	No	Si	Si
DIASORIN	No	Si	Si
IREN	No	Si	Si
CAIRO COMM.	No	Si	Si
CENTR. DEL LATTE	No	Si	No
DE' LONGHI	No	Si	Si
I.M.A.	No	Si	Si
TOD'S	No	Si	Si
MONDADORI	No	Si	Si
LVENTURE	No	Si	Si
FIDIA	No	Si	Si
DATALOGIC	No	Si	Si
GIMA Tt	No	Si	Si
REPLY	No	Si	Si

Tav. 10 – Rinuncia al diritto di maggioranza del voto

SOCIETÀ	CLAUSOLA SULLA RINUNCIA	INDICAZIONE RELATIVA ALLA POSSIBILITÀ DI EFFETTUARE UNA NUOVA ISCRIZIONE PER LE STESSE AZIONI
CAMPARI	X	
AMPLIFON	X	
ASTALDI	X	X
MAIRE TECNIMONT	X	X
TERNIENERGIA	X	
ZIGNAGO VETRO	X	X
DEA CAPITAL	X	X
EXPRIVIA	X	
LANDI RENZO	X	X
COFIDE	X	X
NICE	X	X
POLIGRAFICA	X	
HERA	X	X
CONAFI	X	X
CLASS EDITORI	X	X
GRUPPO WASTE	X	X
INTEK GROUP	X	X
OPENJOBMETIS	X	X
TECHNOGYM	X	X
SAES GETTERS	X	X
CARRARO	X	
SABAF	X	X
DIASORIN	X	X
IREN	X	
CAIRO COMM.	X	X
CENTR. DEL LATTE	X	X
DE' LONGHI	X	X
I.M.A.	X	X
TOD'S	X	X
MONDADORI	X	X
LVENTURE	X	X
FIDIA	X	X
DATALOGIC	X	X
GIMA Tt	X	X
REPLY	X	X

BIBLIOGRAFIA

- AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 211.
- AA. VV., *Dichiarazione congiunta sull'introduzione del voto multiplo nelle società quotate italiane*, pubblicata sul quotidiano *Il Sole 24 Ore*, 18 gennaio 2015.
- AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, in *Quaderni Cesifin*, 65, Torino, 2016.
- ABBADESSA P., *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, a cura di V. Di Cataldo, V. Meli e R. Pennisi, I, Milano, 2015, 3.
- ABRIANI N., *Voce "azioni di risparmio"*, in *Dig. dsc. priv., sez. comm.*, Torino, 2000, Agg. I, 51.
- ABRIANI N., *Delle azioni e degli altri strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, I, Bologna, 2004, 209 ss.
- ABRIANI N., *Commento sub. art. 2348 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, I, Bologna, 2004, 261 ss.
- ABRIANI N., *Commento sub. art. 2351 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, I, Bologna, 2004, 310 ss.

- ABRIANI N., *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in N. Abriani-S. Ambrosini-O. Cagnasso-P. Montalenti, *Le società per azioni*, in *Trattato di Diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, 1, Padova, 2010, 396.
- ABRIANI N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, 2014, in *Giustiziacivile.com*.
- ABRIANI N., *Commento sub. art. 2348 c.c.*, in *Codice delle società*, a cura di N. Abriani, Torino, 2016, 663 ss.
- ABRIANI N.-BARCELLONA E., *Osservazioni al documento di consultazione "Proposte di modifica al regolamento emittenti in materia di voto plurimo"*, disponibile sul sito www.consob.it/web/area-pubblica/osservazioni-al-documento-del-5-novembre-2014.
- ABRIANI N.-MONTALENTI P., *La costituzione*, in N. Abriani-S. Ambrosini-O. Cagnasso-P. Montalenti, *Le società per azioni*, in *Trattato di Diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, I, Padova, 2010, 92 ss.
- ALVARO S.-CIAVARELLA A.-D'ERAMO D.-LINCIANO N., *La deviazione dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo*, in *Riv. soc.*, 2014, 479 ss. e in *Quaderni giuridici CONSOB*, 5, 2014.
- AMIAUD A., *Les actions à droit de vote inégal*, Parigi, 1922.
- ANGELICI C., *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 1 ss.
- ANGELICI C., *Le azioni*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Milano, 1992.
- ANGELICI C., *Sull'art. 2437, primo comma, lettera g) del c.c.*, in *Riv. not.*, 2014, I, 865 ss.
- ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, II, Padova, 2006.

- ANGELICI C., *Discorsi di diritto societario*, in *Negozianti e imprenditori. 200 anni dal Code de commerce*, Milano, 2008, 141 ss.
- ANGELICI C., *Note minime su "La libertà contrattuale e i rapporti societari"*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 403.
- ANGELICI C., *Intervento*, in *Riunione plenaria del 30 luglio 2002. Verbale della riunione del 30 luglio 2002*, in *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, a cura di M. Vietti, F. Auletta, G. Lo Cascio, U. Tombari e A. Zoppini, Milano, 2006.
- ANGELILLIS A.-VITALI M.L., *Commento sub. art. 2351 c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2008, 371 ss.
- ANNUNZIATA F.-GIOMBINI A., *La disciplina del voto plurimo introdotta dal Decreto Competitività. Pegno, usufrutto e sequestro di azioni (a voto plurimo)*, in *Diritto bancario.it*, 2014.
- ARCANGELI A.-ASCARELLI T., *Il regime delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, I, 159.
- ASCARELLI T., *Sul voto plurimo nelle società per azioni*, in *Archivio giuridico*, 1925, 131.
- ASCARELLI T., *Saggi di Diritto Commerciale*, Milano, 1955.
- ASCARELLI T., *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 3 ss.
- ASQUINI A., *Se una deliberazione di aumento di capitale con azioni a voto plurimo sia nulla a' sensi dell'art. 2379 o solo impugnabile a' sensi dell'art. 2377*, in *Temi - Rivista di giurisprudenza italiana*, 1960, 6, 364.
- ASQUINI A., *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in *Riv. soc.*, 1961, 929.

- ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA, *Proposte per la disciplina delle azioni a voto multiplo*, in *Riv. bancaria*, 1925, I, 49.
- ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA-ASSONIME-ASSOCIAZIONE ITALIANA INTERMEDIARI MOBILIARI (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*, 2015.
- ASSOCIAZIONE FRA LE SOCIETÀ ITALIANE PER AZIONI, *Osservazioni e proposte sul progetto di nuovo codice di commercio*, Roma, 1928, I.
- ASSOGESTIONI, *Voto maggiorato e voto plurimo: un vulnus al principio di one share-one vote*, disponibile sul sito www.assogestioni.it
- ASSONIME, *Il diritto di recesso nella società per azioni*, Circolare del 22 dicembre 2005, n. 68, in *Riv. soc.*, 2005, 1390 ss.
- ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare del 7 aprile 2015, n. 10, in *Riv. soc.*, 2015, 476 ss.
- ASSONIME, *Osservazioni al documento di consultazione Consob "Proposte di modifica al Regolamento Emittenti in materia di voto plurimo" del 5 novembre 2014*, 7, consultabile sul sito www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/voto_plurimo/osservazioni.htm.
- ATLANTE N., *Brevi appunti sull'art. 2437 c.c. primo comma lettera G c.c.*, in *Riv. not.*, 2016, 1083.
- AWWAD A.A., *Commento sub. art. 2376 c.c.*, in *Le società per azioni. Codice Civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Milano, 2016, 1038 ss.
- BAINBRIDGE S.M., *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19C-4*, in *Washington Law Review*, 1991, 588.

- BALZARINI P., *Le azioni senza diritto di voto: prassi statutaria e profili di diritto comparato*, Milano, 1992.
- BANFI R., *Nota introduttiva a K. Marx, L'East India Company*, in *Riv. soc.*, 1965, 397.
- BARCELLONA E., *Rischio e potere nel diritto societario riformato fra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.*, Torino, 2012.
- BARCELLONA E., *Commento sub. art. 2351, comma 4, c.c.*, in *Le società per azioni. Codice Civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa-G.B. Portale, I, Milano, 2016, 562 ss.
- BARCELLONA E., *Commento sub. art. 127-quinquies TUF*, in *Le società per azioni. Codice Civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa-G.B. Portale, II, Milano, 2016, 3951 ss.
- BARRIERE F.-DE REALS C., *La loi Florange: une loi anti-OPA?*, in *Revue des Sociétés*, 2014, 279 ss.
- BARTOLACELLI A., *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.: gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Milano, 2012.
- BEBCHUK L.- KRAAKMAN R.-TRIAANTIS G., *Stock Pyramids, cross-ownership and the dual class equity: the creation of agency costs of separating control from cash flow rights*, in *Concentrated Corporate Ownership, NBER Conference Report Series*, 2000, 295 ss.
- BELLAVITE PELLEGRINI C., *Un'analisi empirica sulla "Corporate Italia": persone giuridiche, assetti finanziari e proprietari e corporate governance societaria 2004-2012*, consultabile, in lingua inglese, sul sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2274102

- BENNEDESEN M.-NIELSEN M.K., *The principle of proportional ownership, in investor protection and firm value in Western Europe. ECGI Finance Working Paper n. 134/2006*, consultabile sul sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=941054.
- BERLE A., *Power without property*, New York, 1959.
- BERLE A.-MEANS G., *Società per azioni e proprietà privata*, Torino, 1966.
- BIANCA C.M., *Diritto civile*, III, *Il contratto*, Milano, 1987.
- BIANCHI L.A., *Operazioni straordinarie, maggiorazione del voto e azioni a voto plurimo*, in *Riv. soc.*, 2016, 2/3, 392.
- BIONE M., *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 2*, Torino, 1991.
- BIONE M., *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 673.
- BIONE M., *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 266.
- BISOGNI G.B., *Commento sub. art. 2352 c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti-L.A. Bianchi- F. Ghezzi-M. Notari, Milano, 2008, 479 ss.
- BORSARI L., *Il Codice di Commercio del Regno d'Italia Annotato*, Torino, 1869, 455.
- BORSA ITALIANA, *Osservazioni di Borsa Italiana s.p.a.*, in *Riv. Soc.*, 2002, 1564.
- BOURCARD G., *Les actions à vote plural*, in *Journal des sociétés*, 1923.
- 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 *Società*, 2014, 1048.

- BUTTURINI P., *Le fattispecie legali di recesso introdotte dalla riforma delle società di capitali*, in *Contratto e impresa*, 2008, 374 ss.
- BUZZI U., *Le azioni privilegiate e azioni speciali nella pratica statutaria*, in *Riv. soc.*, 1959, 880.
- CABIATI A., *Il progetto del nuovo Codice di Commercio e le azioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, 9.
- CALANDRA BUONAURA V., *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 291.
- CALLEGARI M., *Commento sub. artt. 2437-2437 sexies c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, II, Bologna, 2004, 1389 ss.
- CALVOSA L., *La partecipazione eccedente e i limiti del diritto di voto*, Milano, 1999.
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale*, vol. 2, in *Diritto delle Società*, a cura di M. Campobasso, vol. 2, 9^a ed., Torino, 2015.
- CARBONARA S., *The multiple voting structure of the new Fiat-Chrysler is a clear breach of the basic principle of equal treatment of shareholders*, disponibile sul sito www.ecgs.org/node/146.
- CARIELLO V., *“Un formidabile strumento di dominio economico”: contrapposizioni teoriche, ‘battaglie’ finanziarie e tensioni ideologiche sul voto potenziato tra le due Guerre Mondiali*, Milano, 2015, 3.
- CARIELLO V., *Azioni a voto potenziato, “voti plurimi senza azioni” e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, 164.

- CARIELLO V., *Gruppi e minoranze di controllo: dalla tutela risarcitoria a quella organizzativa e procedimentale (all'alba delle azioni a voto potenziato)*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, 278.
- CASELLA M., *Legittimità del voto scalare nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1973, 417.
- CASSINELLI G., *Illegalità delle azioni privilegiate aventi diritto a voto multiplo* (nota a Trib. Milano, 4 maggio 1925), in *Giur. it.*, 1925, I, 2, 416.
- CASSINELLI G., *Le azioni a voto plurimo nelle società anonime. Diritto vigente-Riforma della legge*, Roma, 1925.
- CERRATO S., *Le modificazioni statutarie: esame della disciplina e delle novità normative ed esegetiche*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2009, 806 ss.
- CHATTERJEE S.-CHIDAMBARAN N.K.-GOSWAMI G., *Security design for a non-standard IPO: The case of SPACs*, in *Journal of international money and finance*, 2016, 2016, 69, 151 ss.
- CHIAPPETTA F., *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv. soc.*, 2005, 509.
- CIAN M., *Capitale, proprietà, controlli: un nuovo "restyling" per le società di capitali (in margine alle modifiche al codice civile introdotte dal d.l. n. 91/2014, conv. con legge n. 116/2014)*, in *Studium iuris*, 2014, 11, 1258.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament. Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward*, COM(2003) 284 final, Bruxelles, 21 maggio 2003.

COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, SEC (2007) 1705*, Bruxelles, 12 dicembre 2007.

COMMISSIONE MINISTERIALE PER LA RIFORMA DELLA LEGISLAZIONE COMMERCIALE PRESIEDUTA DAL PROF. CESARE VIVANTE, *Progetto preliminare per il nuovo Codice di commercio*, Milano, 1922.

COMMISSIONE PER LA RIFORMA DEI CODICI, SOTTOCOMMISSIONE B, *Codice di Commercio, I, Progetto*, Roma, 1925.

COMMISSIONE PER LA RIFORMA DEI CODICI, SOTTOCOMMISSIONE B, *Codice di Commercio, II, Relazione sul progetto*, a cura di M. D'Amelio, A. Arcangeli, A. Asquini, L. Bolaffio, G. Bonelli, A. Jannitti e G. Fré, Roma, 1925.

CONFEDERAZIONE GENERALE DELL'INDUSTRIA ITALIANA, *Proposte di riforma del codice di commercio: testo e note illustrative*, Roma, 1925, XII.

CONFINDUSTRIA, *Proposte di modifica al Regolamento Emittenti in materia di voto plurimo Osservazioni di Confindustria*, 1 dicembre 2014, consultabile sul sito www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/voto_plurimo/osservazioni.htm.

CONSOB, *Documento di consultazione. Proposte di modifica al Regolamento Emittenti in materia di voto plurimo*, 5 novembre 2014, consultabile sul sito www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni_concluse.

CONSOB, *Proposta di modifiche al regolamento emittenti in materia di voto plurimo. Esiti della consultazione*, 23 dicembre 2014, consultabile sul sito www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni_concluse.

- CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2017, consultabile sul sito www.consob.it/web/area-pubblica/rapporto-sulla-corporate-governance.
- CORBIAU J., *Du droit de vote de diverses catégories d'actions*, in *Revue pratique des sociétés civiles et commerciales*, 1896, 168.
- COSTA C., *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 3**, Torino, 1993, 501 ss.
- COSTANTINO F.S., *Le azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da O. Cagnasso-L. Panzani, *, Bologna, 2010, 377.
- COSTI R., *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali. Parere I*, in *Giur. comm.*, 1990, I, 563.
- COSTI R.- ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, a cura di G. Cottino, VIII, Padova, 2004, 437 ss.
- COTTINO G., *I problemi della società per azioni alla luce di un recente progetto ministeriale tedesco*, in *Temi - Rivista di giurisprudenza italiana*, 1960, 6, 631.
- COTTINO G., *La riforma delle società commerciali*, Modena, 1968.
- COTTINO G., *Diritto Commerciale. Le società e le altre associazioni economiche*, I, 2, Padova, 1994, 271.
- COTTINO G., *Introduzione al trattato. Il diritto commerciale tra antichità, medioevo e tempo presente: una riflessione critica*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, I, Padova, 2001, 3 ss.
- COTTINO G., *Diritto societario*, Padova, 2006, 199 ss.
- CUGNASCO R., *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 921 ss.

- CUMMING D.- HAB H.L.- SCHWEIZER L.D., *The fast track IPO – Success factors for taking firms public with SPACs*, in *Journal of Banking & Finance*, 2014, 47, 198 ss.
- D’ALESSANDRO F., *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali. Parere II*, in *Giur. comm.*, 1990, I 577.
- D’ALESSANDRO F., *La seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Scritti di Floriano d’Alessandro*, 1997, I, 549.
- D’ALESSANDRO F., *Società per azioni: le linee generali della riforma*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario. Atti del convegno di Courmayeur*, Milano, 2003, 32-33.
- D’ATTORRE G., *Il principio di uguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, 2007.
- DACCÒ A., *Il recesso nelle S.p.a.*, in *Le nuove S.p.a.*, diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, II, Bologna, 2010, 1414.
- DE ACUTIS M., *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981.
- DE GREGORIO A., *Delle società e delle associazioni commerciali*, in *Il codice di commercio commentato*, coordinato da L. Bolaffio, A. Rocco e C. Vivante, IV, Torino, 1938, n. 378 *ter*.
- DE LUCA N., *Premi di fedeltà ed eguaglianza tra azionisti: riflessioni sull’art. 127-quater T.U.F.*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 23.
- DEMINOR RATING, *Application of the one share - one vote principle in Europe*, 2005.
- DI CATALDO V., *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, a cura di P. Abbadesse e G.B. Portale, Torino, 2007, 3, 240 ss.

DIRECTORATE GENERAL FOR INTERNAL MARKET AND SERVICES, *Consultation and Hearing on Future Priorities for the Action Plan on Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union. Summary Report*, maggio 2006, consultabile sul sito <http://www.ecgi.org/commission/>.

DI SABATO F., *Diritto delle società*, Milano, 2011.

DURAND Q., *Loi visant a reconquerir l'économie réelle: presentation des aspects relatifs aux offres publiques*, in *Bulletin Joly Bourse*, Mai 2014, 274 ss.

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

ELENA N., *Le azioni con voto plurimo o con voto altrimenti privilegiato nelle Società Commerciali Italiane*, Torino, 1927.

EUROPEAN COMMISSION, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Action Plan: European company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies*, COM(2012) 740 final, Strasbourg, 12 dicembre 2012.

EUROPEAN COMMISSION, *Green paper. Long-term Financing of the European Union. COM(2013) 150 final/2*, Bruxelles, 9 aprile 2013.

EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE FORUM WORKING GROUP, *Paper of the European Corporate Governance Forum Working Group on Proportionality*, Bruxelles, giugno 2007.

EUROPEAN PARLIAMENT, *Report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement (COM(2014)0213 – C7 0147/2014 – 2014/0121(COD))*, Strasbourg, 12 maggio 2015.

FERRARINI G., *One Share – One Vote: A European Rule?*, in *European Company & Financial Law Review*, 2006, 153, pubblicato, in traduzione italiana, in *Riv. Soc.*, 2006, I, 24 ss..

FERRI G., *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, fondato da Vassalli, 10, 3, Torino, 1987.

FERRI G. JR., *Azioni a voto plurimo e voto maggiorato: profili tipologici*, in *Riv. not.*, 2015, 4, 761.

FERRO-LUZZI P., *Le azioni di risparmio*, in *La riforma-stralcio della società per azioni e la piccola riforma della borsa valori*, Milano, 1975, 212 ss.

FERRO-LUZZI P., *La nozione di scissione*, in *Giur. comm.*, 1991, I, 1065 ss.

FERRO-LUZZI P., *Riflessioni sulla riforma: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 673 ss.

FERRO-LUZZI P., *Un problema di metodo: la “natura giuridica” dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Riv. soc.*, 2012, 751 ss.

FERRO-LUZZI P.-LIBONATI B., *Categorie di azioni e aumento del capitale con emissione di sole azioni ordinarie*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, 703 ss.

FINZI E., *Società controllate*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, I, 462.

FORDE M.-KENNEDY H., *Company Law*, Dublin, 2007.

- FRANCESCHELLI R., *Passaggio a capitale di saldi attivi di rivalutazione monetaria, azioni a voto plurimo e compiti dell'Autorità Giudiziaria* (nota a Trib. Torino, 16 maggio 1949 e App. Torino, 7 giugno 1949), in *Riv. dir. comm.*, 1950, II, 195.
- FRANKS J.-MAYER C.-WAGNER H. F., *The Origins of the German Corporation – Finance, Ownership and Control*, in *Rev. fin.*, 2006, 10, 537 ss.
- FRÈ G., *Appunti sul progetto per il nuovo Codice di commercio*, II, *Le società commerciali*, in *Monitore dei Tribunali*, 1926, 67, 321 ss.
- FRÉ G., *Le azioni a voto plurimo. Origini delle azioni a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, 121.
- FRÉ G., *Le azioni a voto plurimo. Le azioni a voto plurimo nel diritto tedesco*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, 152.
- FRÉ G., *Le azioni a voto plurimo. Le azioni a voto plurimo nel diritto francese*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, 253.
- FRÉ G., *Le azioni a voto plurimo. Le azioni a voto plurimo in Italia*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, 489.
- FRÈ G.-SBISÀ G., *Della società per azioni*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, I, Bologna, 1997, 261 ss.
- FRIGENI C., *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009.
- FUMAGALLI M., *Lo sviluppo della SPAC (Special Purpose Acquisition Company) in Italia. Un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in borsa*, Milano, 2014, 1 ss.
- GALGANO F., *Storia del diritto commerciale*, Bologna, 1976.

- GALGANO F., *La società per azioni. Principi generali (artt. 2325-2341)*, in *Il Codice Civile. Commentario*, diretto da P. Schlesinger, 1996.
- GALGANO F., *Della società per Azioni, Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, I, Bologna-Roma, 2006.
- GALGANO F., *La forza del numero e la legge della ragione. Storia del principio di maggioranza*, Bologna, 2007.
- GALLETTI D., *Azioni di risparmio e destinazione al mercato: vecchio e nuovo nella disciplina delle società "quotate"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, 608 ss.
- GARRETT R., *History, Purpose and Summary of The Model Business Corporations Act*, in *Bus. lawyer*, 1950, 6, 1 ss.
- GASPERONI N., *Aumento di capitale mediante rivalutazione monetaria ed emissione di azioni gratuite a voto plurimo* (nota ad App. Torino, 6 giugno 1949), in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1949, II, 325.
- GENOVESE A., *Introduzione delle azioni a voto plurimo e recesso*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, 789.
- GENTILE G., *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*, Padova, 1991, 116 ss.
- GIAMPAOLINO C.F., *Le azioni speciali*, Milano, 2004.
- GIAMPAOLINO C.F., *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 779.
- GLIOZZI E., *Le condonabili deroghe a norme inderogabili nel nuovo diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 16 ss.
- GRANELLI C., *Il recesso nelle società di capitali alla luce della riforma societaria*, in *Società*, 2004, 148.

- GRASSETTI C., *Azioni a voto plurimo e aumento di capitale per conguaglio monetario*, in *Riv. dir. comm.*, 1949, I, 81.
- GRECO P., *Azioni gratuite a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 1947, I, 68.
- GROSSMAN S.J.-HART O.D., *One share - One vote and the Market for Corporate Control*, in *J. Fin. Econ.*, 1988, 175.
- GROSSO P., *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, Milano, 1999.
- GROSSO P., *Categorie di azioni, assemblee speciali, strumenti finanziari non azionari: le novità della riforma*, in *Società*, 2003, 1308.
- GUASTI A., *Le azioni preferenziali in Italia e all'estero*, Milano, 1925.
- GUERRERA F., *Commento sub. art. 2442 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini - Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, II, 1181 ss.
- GUIZZI G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corr. giur.*, 2015, 159.
- HANSMANN H.-PARGENDLER M., *The evolution of shareholder voting rights: separation of shareholder and consumption*, in *The Yale Law Journal*, 123, 2014, 948 ss.
- HAYDEN G.M.-BODIE M.T., *One Share, One Vote and the False Promise of Shareholder Homogeneity*, in *Cardozo Law Review*, 2008, 471 ss.
- HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING, *Weighted voting rights*, 2014, reperibile sul sito www.hkex.com.hk.
- IRRERA M., *Scissione della società*, in *Dig. it. disc. priv., sez. comm.*, XIII, Torino, 1996, 269.

- JAEGER P.G., *Il voto divergente nella società per azioni*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 1976.
- JAEGER P.G., *La nozione di impresa dal Codice allo statuto*, Milano, 1985.
- JANNONI SEBASTIANINI A., *Azioni a voto multiplo*, in *Riv. pol. ec.*, 1925, 624.
- JARRELL G.A.-POULSEN A.B., *Dual-class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms: the recent evidence*, in *J. Fin. Econ.*, 1988, 129.
- LA MARCA E., *Azioni(sti) con voto maggiorato: primi spunti*, in *I battelli del Reno Online*, 24 novembre 2014.
- LA PORTA R.-LOPEZ DE SILANES F.-SHLEIFER A.-VISHNY R.W., *Law and Finance*, in *Journal of Political Economy*, 1998, 106, 6, 1113 ss.
- LA SALA G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011.
- LAMANDINI M., *Capitale di rischio, capitale di debito e diritto di voto. Spunti per la riforma del diritto societario*, in *Banca Impresa*, 2000, 3, 355.
- LAMANDINI M., *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 491.
- LAURINI F., *Commento sub. artt. 2368-2369 c.c.*, in *Assemblea*, a cura di A. Picciau, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2005, 79.
- LEDOUX P., *Le droit de vote des actionnaires*, Parigi, 2002.
- LIBERTINI M.-ANGELICI C., *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, 1 ss.

- LIBERTINI M.-MIRONE A.-SANFILIPPO P.M., *Commento sub. art. 2351 c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, a cura di d'Alessandro, II, Padova, 2010, 269 ss.
- LIBERTINI M.-MIRONE A.-SANFILIPPO P.M., *L'assemblea di società per azioni*, Milano, 2016.
- LORDI L., *Sul progetto del nuovo Codice di Commercio*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, 271.
- LOWENSTEIN L., *Shareholder Voting Rights: A Response to SEC Rule 19c-4 and to Professor Gilson*, *Columbia Law Review*, 1989, 89, 5, 797.
- MACRÌ U., *Il recesso del socio nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata*, in *Società*, 2016, 1, 98.
- MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004.
- MAGLIULO F., *Il registro delle imprese nella riforma societaria*, in *Notariato*, 2005, 1, 50.
- MANCINI P.S., *Relazione del ministro di grazia e giustizia e dei culti (Mancini), od Esposizione dei motivi del progetto del codice di commercio per il regno d'Italia presentato al senato del regno d'Italia nella tornata del 18 giugno 1877 dallo stesso ministro di concerto col ministro di agricoltura e commercio (Majorana-Calatabiano): col testo del progetto*, IV, Roma, 1878, 203.
- MARASÀ G., *Controllo e pubblicità delle delibere di modifica statutaria nella s.p.a.*, in *Riv. not.*, 2007, 3.
- MARASÀ G., *Commento sub. artt. 2437 ss. c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, a cura di d'Alessandro, II, Padova, 2011, 784.

- MARASÀ G., *Voto plurimo, voto maggiorato e cooperative*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, 1.
- MARCHETTI P.-MOSCA C., *Osservazioni al documento di consultazione 5 novembre 2014: «proposte di modifica al Regolamento emittenti in materia di voto plurimo»*, consultabile sul sito www.consob.it/web/area-pubblica/osservazioni-al-documento-del-5-novembre-2014.
- MARCHETTI P., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2003.
- MARCHETTI P., *Alcuni lineamenti generali della riforma*, Relazione al Convegno di Firenze del 16 novembre 2002.
- MARCHETTI P., *Commento all'art. 20 del d.l. Competitività (azioni a voto maggiorato, a voto plurimo e altro)*. Relazione al convegno del Consiglio Notarile di Milano, 22 settembre 2014.
- MARCHETTI P., *Le fusioni transfrontaliere del gruppo Fiat-Chrysler*, in *Riv. soc.*, 2014, 1124 ss.
- MARCHETTI P., *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2015, 448.
- MARCHISIO E., *La "maggiorazione del dividendo. Art. 127 quater TUF*, in *Riv. dir. impr.*, 2013, 287.
- MARCHISIO E., *La "maggiorazione del voto" (art. 127-quinquies TUF): récompense al socio "stabile" o truccage del socio di controllo?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, 78.
- MARGHERI A., *I motivi del nuovo Codice di commercio italiano. Appendice, IV*, Napoli, 1885.
- MAROCCHI M., *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella spa riformata*, in *Contr. impr.*, 2014, 221.

- MASSELLA DUCCI TERI B., *Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 746.
- MASSELLA DUCCI TERI B., *Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 465.
- MASSELLA DUCCI TERI B., *Voto plurimo e voto maggiorato*, in *Digesto disc. Priv.*, Sez. comm., Agg., vol. 7, Torino, 2015, 624.
- MAZEAUD H., *Le vote privilégié dans les sociétés de capitaux*, Parigi, 1924.
- MCCREEVY C., *Speech by Commissioner McCreevy at the European Parliament's Legal Affairs Committee. SPEECH/07/592*, Bruxelles, 3 ottobre 2007, consultabile sul sito http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-07-592_en.htm.
- MIGNOLI A., *Idee e problemi nell'evoluzione della «company» inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, 633 e ora in *La società per azioni*, I, Milano, 2002, 13
- MIGNOLI A., *Le assemblee speciali*, Milano, 1960.
- MIGNONE G., *Commento sub. art. 2346, comma 6, c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, I, Bologna, 2004, 235 ss.
- MIGNONE G., *Commento sub. art. 2351, comma 5, c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, I, Bologna, 2004, 331 ss.
- MIGNONE G., *Gli strumenti finanziari di cui al 6° co. dell'art. 2346*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2009, 299 ss.
- MIGNONE G., *Le azioni di risparmio nel nuovo diritto societario*, Napoli, 2013.

- MINISTERO DI GRAZIA E GIUSTIZIA, *Lavori preparatori del codice civile (anni 1939-1941), Progetto preliminare del Codice di commercio*, IV, Roma, 1942.
- MINISTERO DI GRAZIA E DI GIUSTIZIA, *Lavori preparatori del codice civile (anni 1939-1941), Progetto preliminare del Libro dell'impresa e del lavoro*, V, Roma, 1942
- MIRONE A., *Il sistema tradizionale: l'assemblea*, in *Manuale di diritto commerciale*, a cura di M. Cian, Torino, 2016, 424.
- MONTALENTI P., *Democrazia industriale e diritto dell'impresa*, Milano, 1981.
- MONTALENTI P., *La riforma del diritto societario: profili generali*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2003, 57 ss.
- MONTALENTI P., *La riforma delle società di capitali: prospettive e problemi*, in *Società*, 2003, I, 341 ss.
- MONTALENTI P., *Libertà ed autorità nella riforma del diritto societario*, in *Summa*, n. 200/2004, 30 ss.
- MONTALENTI P., *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Padova, 2004.
- MONTALENTI P., *I gruppi piramidali tra libertà di iniziativa economica e asimmetrie del mercato*, in *Riv. soc.*, 2008, 318 ss.
- MONTALENTI P., *I gruppi di società*, in N. Abriani-S. Ambrosini-O. Cagnasso-P. Montalenti, *Le società per azioni*, in *Trattato di Diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, 1, Padova, 2010, 1031 ss.
- MONTALENTI P., *Società per azioni corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011.
- MONTALENTI P., *Le società per azioni a dieci anni dalla riforma: un primo bilancio*, in *Riv. soc.*, 2014, II-III, 403.

- MONTALENTI P., *Il diritto societario riformato nel quadro europeo*, in AA.VV., *Il diritto societario riformato: bilancio di un decennio e prospettive in un quadro europeo*, Atti del convegno di Courmayeur, 20-21 settembre 2013, Milano, 2014, 13 ss.
- MONTALENTI P., *Tutela delle minoranze, interesse sociale e sistemi di controllo*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, 507.
- MONTALENTI P., *Voto maggiorato e voto plurimo: prime riflessioni*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2015, fasc. 22, 9.
- MONTALENTI P., *Il diritto societario europeo tra armonizzazione e concorrenza regolatoria*, in AA. VV., *Unione europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati*, a cura di P. Montalenti, Milano, 2016, 91 ss.
- MONTALENTI P., *Impresa. Società di capitali. Mercati finanziari*, Torino, 2017.
- MONTALENTI P.-BALZOLA S., *La società per azioni quotata*, Torino, 2010.
- MOSSA L., *Saggio critico sul progetto del nuovo Codice di commercio*, in *Annuario di diritto comparato e di studi legislativi*, 1927, 170 ss.
- MOUIAL-BASSILANA E.-PARACHKEVOVA I., *Les apports de la loi Florange au droit des sociétés*, in *Bulletin Joly Sociétés*, 2014, 314 ss.
- MUCCIARELLI G., *Il sopraprezzo delle azioni*, Milano, 1997, 275.
- MUCCIARELLI F.M., *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. Soc.*, 2004, 1, 180 ss.
- MUCCIARELLI G.-STRAMPELLI G., *Commento sub. art. 2442 c.c.*, in *Le società per azioni, Codice Civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa-G.B. Portale, Milano, 2016, II, 2641 ss.
- MUGGIA R.A., *Disparità contrattuale e diritti azionari*, in *Temi lombarda*, 1924, 417.

NOTARI M., *Commento sub. art. 145 TUF*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999, 1531 ss.

NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società: lezioni sulla riforma e modelli statutari*, a cura di Consiglio notarile di Milano, Scuola del notariato della Lombardia, FederNotizie, Milano, 2003, 45 ss.

NOTARI M., *Disposizioni generali. Conferimenti. Azioni*, in *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2006.

NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 1, Assago, 2007, 591 ss

NOTARI M., *Commento sub. art. 2348 c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2008, 153 ss.

NOTARI M., *Commento sub. art. 2376 c.c.*, in *Assemblea*, a cura di A. Picciau, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2008, 249 ss.

NOTARI M.-BERTONE J., *Commento sub. art. 2359 c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2008, 665 ss.

PADOA SCHIOPPA A., *Saggi di storia del diritto commerciale*, Milano, 1992.

PADOA SCHIOPPA A., *La normativa sulle società per azioni: proposte e riforme, un concerto a più voci (1882-1942)*, in AA. VV., *Tra imprese e istituzioni 100 anni di Assonime*, vol. 4, Bari, 2010.

- PANDOLFELLI G.-SCARPELLO G.-STELLA RICHTER M.-DALLARI G., *Codice civile. Libro del lavoro, illustrato con i lavori preparatori e disposizioni di attuazione e transitorie*, Milano, 1942.
- PAULIS R., Nota ad App. Torino, 3 giugno 1927, in *Riv. dir. comm.*, 1927, II, 405 ss.
- PETRAZZINI B.-CALLEGARI M.-CERRATO S.-CAVANNA M., *Le modificazioni dello statuto nelle s.p.a.*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Rescigno, XVI, 4, Torino, 2012, 243 ss.
- PICCIAU A., *Forme di scissione*, in *Trasformazione-fusione-scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2006, 1031 ss.
- PISANI MASSAMORMILE A., *Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.* 2003, 1294.
- PISCITELLO P., *Commento sub. art. 2437 c.c.*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, II, Milano, 2016, 2502.
- PLATANIA F., *Commento sub. art. 2442 c.c.*, in AA.VV., *Società per azioni. Obbligazioni, bilancio, recesso, operazioni sul capitale (artt. 2410-2447)*, a cura di G. Lo Cascio, Milano, 6, 2003, 499 ss.
- POLI S., *Il pegno di azioni*, Milano, 2000, 381 ss.
- POLLASTRO I., *Voto plurimo e voto maggiorato: prime considerazioni su ricadute e prospettive*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2015, 43 ss.
- POMELLI A., *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, Milano, 2014.
- PORTALE G.B., “Uguaglianza e contratto”: il caso dell’aumento del capitale sociale in presenza di più categorie di azioni”, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, 711.

- PORZIO M., *Sulla invalidità della deliberazione di emissione a voto plurimo* (nota a Trib. Milano, 20 luglio 1959), in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1960, II, 608.
- RAMCHAND A.M., *Freedom of The Press: Regulation Under The Newspaper And Printing Presses Act, 1974*, in *Singapore L. Rev.*, 1999, 130.
- RATNER D., *The government of business corporations: critical reflections on the rule of "one share, one vote"*, in *Cornell L. Review*, 1970, 1.
- RAVÀ R., *Il voto plurimo nelle società per azioni*, Bologna, 1929.
- RESCIO G.A., *Commento sub. art. 127-quater TUF*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini-G. Gasparri, Torino, 2012, II, 1782 ss.
- RESCIO M., *Commento sub. art. 2362 c.c.*, in *Le società per azioni, Codice Civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Milano, 2016, I, 826-827.
- RIPLEY W.Z., *Main Street and Wall Street*, Boston, 1927.
- RORDORF R., *Il recesso del socio di società di capitali; prime osservazioni dopo la riforma*, in *Società*, 2003, II, 923 ss.
- SACCHI R., *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. - profili procedurali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 3*, Torino, 1991.
- SAGLIOCCA M., *Il definitivo tramonto del principio "un'azione un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Riv. not.*, 2014, 5, 921.
- SANTORO V., *Commento sub. art. 2351 c.c.*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli-V. Santoro, 2, I, Torino, 2003, 150.
- SANTOSUOSSO D.U., *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003.

- SCIALOJA A., *Il voto plurimo nelle società per azioni* (nota a App. Milano, 11 agosto 1925), in *Foro it.*, I, 1925, 758.
- SCIALOJA A., Nota a Cass. del Regno, 15 luglio 1926, in *Foro it.*, I, 1926, 713.
- SCIUMÈ A., *I progetti del codice di commercio del Regno italico (1806-1808)*, Milano, 1999.
- SCIUTO M.-SPADA P., *Il tipo delle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E Colombo e G.B. Portale, 1*, Torino, 2004, 3 ss.
- SCOGNAMIGLIO G., *Le scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 7**, 2004, 186 ss.
- SHEARMAN & STERLING LLP - INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES - EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, *Proportionality between Ownership and Control in Eu Listed Companies. Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Bruxelles, 18 maggio 2007.
- SKOG R.-FÄGER C., *The Swedish Companies Act - An Introduction*, Stoccolma, 2007.
- SPADA P., *Le azioni di risparmio*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, II, 585 ss.
- SPOLIDORO M.S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015, 134 ss.
- SPOLIDORO M.S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, Relazione al XXVIII Convegno di studio su “*Unione Europea: Concorrenza tra Imprese e Concorrenza tra Stati*”, Courmayeur, 19-20 settembre 2014.
- SRAFFA A., Nota ad App. Milano, 16 dicembre 1924, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 210.
- SRAFFA A., Nota a Trib. Milano, 4 maggio 1925 e App. Milano, 11 agosto 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 488.
- SRAFFA A., *Un progetto di legge sulle azioni a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 1927, I, 353.

- STAGNO D'ALCONTRES A., *Commento sub. art. 2351 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, G. Niccolini e A. Stagno D'Alcontres, I, Napoli, 2004, 302 ss.
- STAGNO D'ALCONTRES A., *Commento sub. art. 2376 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini-A. Stagno D'Alcontres, Napoli, 2004, I, 542 ss.
- STELLA RICHTER JR M., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 99.
- STELLA RICHTER JR. M., *Parere sul punto g) dell'art. 2437 c.c. (e su altre questioni meno misteriose)*, in *Riv. not.*, 2017, 394.
- TEDESCHI C., *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*, in *Società*, 2015, 10, 1073.
- THALLER E., *Des divers emplois possibles d'actions de priorité*, in *Journal des sociétés civiles et commerciales*, 1912, 394.
- THALLER E.-PIC P., *Des sociétés commerciales*, in *Traité général théorique et pratique de Droit commercial*, Paris, I, 1907.
- THE FORMER REFLECTION GROUP ON THE FUTURE OF EU COMPANY LAW, *Response to the European Commission's Action Plan on Company Law and Corporate Governance*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2013, 304.
- THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on Issues related to Takeover Bids*, Bruxelles, 10 gennaio 2002.
- THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Bruxelles, 4 novembre 2002.

- TOMBARI U., *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, 975.
- TOMBARI U., *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, 2010.
- TOMBARI U., *Commento sub. art. 2351 c.c.*, in *Le società per azioni. Codice Civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa-G.B. Portale, I, Milano, 2016, 555 ss.
- TOMBARI U.-LUCIANO A.M., *Commento sub. art. 127-quater TUF*, in *Le società per azioni, Codice Civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa-G.B. Portale, Milano, 2016, II, 3940 ss.
- TUCCI A., *La costituzione e i quorum*, in R. Lener-A. Tucci, *Società per azioni. L'assemblea*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Costi, IV, 4, Torino, 2012, 13.
- UNGARI P., *Profilo storico del diritto delle anonime in Italia. Lezioni*, Roma, 1974.
- UNGARI P., *Statuti di compagnie e società azionarie italiane (1638-1808)*, Milano, 1993.
- VALZER A., *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, 2012.
- VAN VLIET L., *The Netherlands – New Developments in Dutch Company Law: The “Flexible” Close Corporation*, in *Journal of Civil Law Studies*, 2014, 271.
- VENTORUZZO M., *I «listing standards» nell'esperienza statunitense*, in *AGE*, 2002, 1, 325.

- VENTORUZZO M., *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, 2012, 149.
- VENTORUZZO M., *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*, (Nota a App. Brescia 2 luglio 2014), in *Giur. comm.*, 2015, II, 1055.
- VENTORUZZO M., *The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat*, *ECGI Law Working Paper n. 228/2015*, reperibile sul sito http://ssrn.com/abstract_id=2574236.
- VENTORUZZO M., *Un'azione, un voto: principio da abbandonare?*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 512.
- VIETTI M., *Nuove società per un nuovo mercato - La riforma delle società commerciali*, Roma, 2003.
- VIGHI A., *Nozioni storiche sugli amministratori ed i sindaci delle società per azioni anteriori al codice di commercio francese*, in *Riv. soc.*, 1969, 663.
- VISENTINI B., *Azioni di società*, in *Enciclopedia del diritto*, IV, Milano, 1959.
- VIVANTE C., *Le società commerciali*, in *Trattato di diritto commerciale*, V ed., Milano, 1923, II, 218, par. 489.
- VIVANTE C., *Le azioni a voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. banc.*, 1925, 8, 548.
- VIVANTE C., *I progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, 429.
- VIVANTE C., *Contributo alla riforma delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, 309.
- VIVANTE C., *Proposte per la riforma delle società anonime*, in *Foro it.*, 1935, IV, 59.

WEIGMANN R., *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo-G.B. Portale, 10, II, Torino, 1993, 317 ss.

WEIGMANN R., *Luci e ombre del nuovo diritto azionario*, in *Società*, 2003, 279.

WEIGMANN R., *L'Opa "involontaria"*, in AA. VV., *Principio capitalistico Quo Vadis?*, a cura di F. Briolini, Torino, 2016, 325 ss.

WILLISTON S., *History of the Law of Business Corporation before 1800*, in *Harvard Law Review*, 1888, 155 ss.

ZANARONE G., *S.r.l. contro S.p.a. nella legislazione recente*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 391.

MASSIME NOTARILI

COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Eseguibilità delle delibere non iscritte. Massima n. H.F.2-settembre 2004*, in *Orientamenti del Comitato Triveneto dei notai in materia di atti societari*, Vicenza, 2017, 107.

COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Aumento gratuito del capitale in misura non proporzionale. Massima n. H.G.20-settembre 2007*, in *Orientamenti del Comitato Triveneto dei notai in materia di atti societari*, Vicenza, 2017, 131.

COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Limitazioni al diritto di voto ex art. 2351, comma 3, c.c. Massima n. H.B.30-settembre 2007*, in *Orientamenti del Comitato Triveneto dei notai in materia di atti societari*, Vicenza, 2017, 75.

CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, *Orientamento 25/2012. Dei benefici dei soci fondatori*, in *Orientamenti dell'Osservatorio sul Diritto Societario*, Milano, 2016, 55 ss.

CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, *Orientamento 46/2014. Categorie di azioni a voto plurimo differenziato*, in *Orientamenti dell'Osservatorio sul Diritto Societario*, Milano, 2016, 93.

CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, *Orientamento 47/2014. Categorie di azioni a voto plurimo e nomina delle cariche sociali*, in *Orientamenti dell'Osservatorio sul Diritto Societario*, Milano, 2016, 94.

CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, *Orientamento 48/2014. Categorie di voto plurimo fidelizzanti*, in *Orientamenti dell'Osservatorio sul Diritto Societario*, Milano, 2016, 95.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Efficacia dell'iscrizione al Registro delle Imprese delle modificazioni statutarie (art. 2436 c.c.)*. *Massima n. 19*, 10 marzo 2004, in *Massime notarili in materia societaria*, Milano, 2014, 101.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Azioni a voto contingentato o scaglionato (art. 2351 c.c.)*. *Massima n. 136*, 13 maggio 2014, in *Massime notarili in materia societaria*, Milano, 2014, 575.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Categorie di azioni e diritto di nomina di amministratori e sindaci (artt. 2348 comma 2, 2351 commi 2, 4 e 5 c.c.)*. *Massima n. 142*, 19 maggio 2015, consultabile al sito www.consigionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/142.aspx.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Azioni a voto "diverso" e quorum assembleari (artt. 2351, 2357-ter, comma 2, 2368, 2369 c.c., 120, 127-quinquies, 127-sexies t.u.f.)*. *Massima n. 144*, 19 maggio 2015, consultabile sul sito <https://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/144.aspx>

CONSIGLIO NOTARILE DI ROMA, *Recesso del socio di Spa ex art. 2437, primo comma, lett. g*, pubblicata su *Riv. not.*, 2013, 1087.

GIURISPRUDENZA

CORTE DI CASSAZIONE

Cass., Sez. I, 1 giugno 2017, n. 13875, in *Notariato*, 2017, 4, 445 e in *Società*, 2018, 1, 13.

Cass., Sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605, in *Riv. notar.*, 2011, 421, in *Società*, 2011, 46 e in *Foro it.*, 2011, 1853.

Cass., Sez. II, 21 maggio 2007, n. 11774, *Giust. civ. mass.*, 2007, 5.

Cass. SU, ordinanza 8 febbraio 2006, n. 2637, in *Riv. not.*, 2006, 1136, in *Società*, 2006, 4, 459 e in *Corr. giur.*, 2006, 3, 316, con nota di V. CARBONE.

Cass, Sez. III, 16 gennaio 2006, n. 728, in *Giust. civ. mass.*, 2006, 3.

Cass., 15 luglio 1926, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II, 373 e in *Foto it.*, 1926, 713, con nota di SCIALOJA.

CORTI D'APPELLO

App. Torino, 6 giugno 1949, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1949, II, 325, con nota di GASPERONI.

App. Torino, 3 giugno 1927, in *Riv. dir. comm.*, 1927, II, 405, con nota di PAULIS.

App. Milano, 11 agosto 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 493 e in *Foto it.*, 1925, I, 758, con nota di SCIALOJA.

App. Milano, 13 agosto 1924, in *Temi lombarda*, 1924, 417, con nota di MUGGIA.

App. Milano, 16 dicembre 1924, in *Riv. dir. comm.*, 1925, 210, con nota di SRAFFA.

TRIBUNALI

Trib. Milano, 31 luglio 2015, in *Giur. comm.*, 2017, I, 177, con nota di VENTURUZZO.

Trib. Roma, 30 aprile 2014, disponibile sul sito www.giurisprudenzadelleimprese.it

Trib. Roma, 21 gennaio 2013, in *Foro pad.*, 2013, I, 477 ss.

Trib. Milano, 3 ottobre 2013, in *Giur. it.*, 2014, 1664 ss.

Trib. Milano, 8 luglio 2005, in *Giur. it.*, 2005, 306.

Trib. Vicenza, 10 febbraio 2004, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, 574.

Trib. Milano, 20 luglio 1959, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1960, II, 608, con nota di M. PORZIO.

Trib. Genova, 3 luglio 1958, in *Giur. it.*, 1959, I, 2, 586 ss., con nota di A. MIGNOLI.

Trib. Milano, 4 maggio 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 488, con nota di SRAFFA e in *Giur. it.*, 1925, I, 2, 415, con nota da CASSINELLI.

Trib. Roma, 17 novembre 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II, 79.

ARTICOLI SU QUOTIDIANI

In Manchester United's I.P.O., a Preference for American Rules, in *DealBook New York Times*, 10 luglio 2012.

Exchanges divided by dual-class shares, in *Financial Times*, 3 ottobre 2013.

Governance. Il voto maggiorato darà una spinta al tramonto dei patti, in *Corriere della Sera*, 24 ottobre 2014.

La rivolta dei fondi esteri, no al voto plurimo, in *Il Corriere della Sera*, 4 febbraio 2015.

Renault, Accordo fatto sul doppio diritto di voto, in *Il Sole 24 Ore*, 1 maggio 2015.

Chez Renault, l'Etat impose sa loi, in *Le Monde*, 2 maggio 2015.

Francia e Italia se lo Stato controlla l'impresa, in *Corriere della Sera*, 19 aprile 2015.

Il voto doppio esordisce in Piazza Affari, in *Sole 24 ore*, 2 marzo 2017.