

Dipartimento di Economia e Finanza

Cattedra in Diritto dei Mercati e degli
Intermediari Finanziari c. p.

IL VOTO PLURIMO NEL MERCATO FINANZIARIO

RELATORE

Prof.ssa Mirella Pellegrini

CANDIDATO

Michele Leone

654991

CORRELATORE

Prof.ssa Concetta Brescia Morra

ANNO ACCADEMICO

2014-2015

Indice

Introduzione.....	7
--------------------------	----------

Capitolo 1

Il principio “un’azione, un voto” in Italia – Evoluzione normativa

1. Il sistema vigente ai tempi del Codice di Commercio italiano del 1882.....	14
1.1 Origine storica della società di capitali.....	14
1.2 Le quote di partecipazione al capitale sociale.....	17
1.3 Il principio di proporzionalità.....	19
1.4 Dalla codificazione Napoleonica di inizio Ottocento al Codice di Commercio del 1882.....	21
2. Il Codice Civile del 1942.....	26
2.1 Le radici di un nuovo sistema.....	26
2.2 L’articolo 2351 del codice civile.....	29
3. L’introduzione delle azioni di risparmio.....	33
3.1 La legge n. 216 del 7 giugno 1974.....	33
4. La Riforma delle società di capitali del 2003.....	36
4.1 Verso il progressivo sgretolamento del binomio tra diritto di voto e proprietà...36	
4.2 Azioni senza diritto di voto e strumenti partecipativi.....	37
4.3 Il voto multiplo.....	41
5. Il decreto Competitività del 2014.....	45
5.1 Azioni a voto multiplo e società per azioni chiuse.....	45
5.2 Società quotate e azioni a voto maggiorato.....	49

Capitolo 2

Principali eccezioni al principio di proporzionalità

1. Natura delle deroghe al principio “un’azione, un voto”	56
1.1 Quale futuro per il principio di proporzionalità?.....	56
1.2 Tradizione e progresso a confronto.....	60
2. Il legame tra proprietà finanziaria e diritti di voto in Italia	65
2.1 Azioni prive del diritto di voto.....	65
2.2 Azioni a voto limitato e a voto condizionato.....	69
2.3 Azioni a voto plurimo.....	72
2.4 Azioni di fedeltà a voto multiplo.....	75
3. Le società italiane ed il ricorso effettivo ai principali strumenti di separazione tra proprietà e controllo	83
3.1 Le tendenze manifestate tra le società di capitali quotate.....	83
3.2 La prassi nelle società di capitali chiuse.....	88

Capitolo 3

Le azioni a voto multiplo nel panorama europeo ed internazionale

1. Gli studi della Commissione Europea	93
1.1 Un quadro generale.....	93
1.2 Il principio di proporzionalità negli ordinamenti dei Paesi europei.....	97
1.3 La diffusione del voto plurimo tra le imprese europee.....	104
1.4 Influenza sugli investitori.....	106
2. Gli orientamenti provenienti dalla letteratura	111
2.1 L’analisi teorica delle implicazioni sull’impresa della struttura partecipativa....	111
2.1.1 Struttura partecipativa della società e rapporto di agenzia.....	113
2.1.2 Criteri di assegnazione dei diritti sociali e trasferimento del controllo..	117
2.1.3 Strumenti di partecipazione al capitale e struttura finanziaria della società.....	120
2.2 Valutazione delle evidenze empiriche risultanti dalle indagini.....	122
3. L’esperienza del voto plurimo: tre casi di particolare importanza	125
3.1 Il voto multiplo in Francia.....	126
3.2 L’ordinamento tedesco.....	130
3.3 La situazione negli Stati Uniti.....	132

Capitolo 4

Voto plurimo, tutela delle minoranze e Corporate Governance

1. Vantaggi e svantaggi del voto multiplo nell’ottica degli azionisti.....	139
1.1 L’impiego di azioni a voto plurimo.....	139
1.2 Strutture partecipative con maggiorazione del voto.....	142
2. Rapporti con la disciplina dell’offerta pubblica di acquisto.....	147
2.1 Problemi applicativi nelle società chiuse.....	147
2.2 Introduzione del voto plurimo nelle società aperte.....	151
3. Le misure a protezione dei soci di minoranza.....	154
3.1 L’atteggiamento del legislatore tra le modifiche alla normativa esistente e l’apertura verso il nuovo sistema.....	154
4. Corporate Governance e voto plurimo nelle società di capitali.....	158
4.1 Il ruolo degli investitori istituzionali in società con <i>dual-class shares</i>	158
4.2 Considerazioni di <i>Corporate Finance</i>	162
4.2.1 Il comportamento degli operatori del mercato finanziario.....	163
4.2.2 Gli effetti di sistemi alternativi al principio di proporzionalità.....	164
4.2.3 Il voto multiplo e la quotazione in borsa: evidenze dalle indagini.....	165
5. Il parere della giurisprudenza.....	168
5.1 Valutazione dell’opera del legislatore e attese sul futuro lavoro da svolgere...168	
Conclusioni.....	173
Bibliografia.....	179
Sitografia.....	189

Introduzione

Il presente lavoro di tesi si pone l'obiettivo di analizzare in maniera approfondita l'insieme di costi e benefici direttamente conseguenti l'introduzione del voto plurimo nelle società di capitali, avvenuta ad opera del legislatore italiano nel giugno 2014 con il *decreto Competitività*, attraverso un approccio sistematico che giunge ad operare un ampio confronto con la disciplina vigente negli ordinamenti dei Paesi maggiormente sviluppati.

Il problema della ricerca di un criterio ideale di correlazione dei diritti patrimoniali ai diritti amministrativi riveste da sempre peculiare importanza in letteratura ed è costantemente oggetto di dibattito in ambito economico-giuridico: dalla elaborazione teorica che ne risulta emerge una vasta gamma di soluzioni che abbracciano il contesto nazionale, europeo e internazionale.

Sembra esserci una certa uniformità d'intenti nel considerare il principio di proporzionalità come il meccanismo ideale per assegnare il potere economico in funzione del rischio sopportato con la partecipazione al capitale della società. Alla luce di una simile impostazione, gli azionisti di controllo risultano maggiormente incentivati a perseguire la massimizzazione del valore aziendale.

Ciononostante, nella pratica economica non è raro assistere a fenomeni di deviazione dal principio "*one share, one vote*" in favore di sistemi alternativi che conferiscono la possibilità di controllare il governo societario a fronte di un investimento finanziario relativamente ridotto. Ed è proprio sulla scia di questa tendenza che si assiste a un progressivo ampliamento delle modalità di formazione della struttura proprietaria dei grandi complessi azionari e al contemporaneo riconoscimento della legittimità di tali metodi all'interno degli ordinamenti normativi.

Negli ultimi anni, la letteratura economica ha dedicato notevole sforzo all'indagine dei principali aspetti positivi e negativi derivanti dalla deviazione dal principio di proporzionalità, giungendo non sempre a conclusioni univoche. Grande interesse sul tema è stato manifestato anche dalla Commissione Europea, che ha rappresentato la fonte principale delle istanze al miglioramento e all'uniformazione della materia del

diritto di voto nelle società di capitali. Tra i motivi di tale interesse, è possibile rintracciare l'esistenza di rilevanti implicazioni tra la struttura proprietaria del capitale sociale e i meccanismi di funzionamento dei mercati economici e finanziari.

Nell'ottica del legislatore comunitario, presupposto imprescindibile per l'innovazione della disciplina è quello di conoscere a fondo la realtà dei singoli Stati membri e l'effettiva applicazione dei criteri di assegnazione dei diritti di voto: da ciò ha origine l'elevato numero di studi sul tema predisposti dalla Commissione Europea, in seguito ai quali è stato possibile delineare il quadro sistematico degli assetti proprietari delle società operanti nel contesto europeo.

All'interno dell'ordinamento legislativo italiano, il principio di proporzionalità è stato considerato, fin dall'origine, il modello elettivo di correlazione della partecipazione finanziaria al potere sociale, ammettendo al contempo l'esistenza di una serie di deviazioni da esso. Tuttavia, l'imperante processo di globalizzazione che ha investito i mercati finanziari e le giurisdizioni dei Paesi europei a partire dagli ultimi decenni del ventesimo secolo, ha permesso di ampliare il campo d'azione dell'autonomia statutaria e di aumentare il grado di libertà con cui è possibile procedere all'attribuzione dei diritti di voto nelle società di capitali.

Il presente lavoro di tesi pone le sue fondamenta in un'impostazione metodologica che ripercorre interamente la storia legislativa italiana in materia di diritto di voto nelle società di capitali, a partire dalle prime forme di regolazione che hanno accompagnato la nascita e la diffusione del modello di società per azioni negli ultimi decenni del diciottesimo secolo fino ad arrivare al quadro normativo dei nostri giorni, come modificato dall'emanazione dei più recenti provvedimenti legislativi.

Alla base di tale configurazione tecnica vi è la ferma convinzione che l'analisi dell'attuale assetto operativo non può prescindere dall'illustrazione dei principali eventi economico-sociali che hanno contribuito alla formazione della struttura normativa del nostro Paese. La corretta interpretazione dei radicali mutamenti avvenuti nell'ambito della realtà giuridico-economica italiana, ascrivibili al fenomeno di progressiva affermazione della logica del mercato, presuppone un costante riferimento alla legge; da ciò, la grande

importanza attribuita al processo legislativo quale necessario strumento per assecondare e favorire il progresso economico.

Vengono, pertanto, passate in rassegna quelle che sono le principali tappe percorse dal legislatore nazionale, riconducibili, inizialmente, alle forme di codificazione normativa di fine ottocento e metà novecento, per mezzo delle quali si provvede a dare forma composita alla disciplina societaria. A partire dagli anni seguenti il *Codice Civile del 1942*, la crescente consapevolezza circa la particolare natura della materia, maturata in seguito all'idea del ruolo fondamentale che un efficiente mercato finanziario svolge in termini di supporto allo sviluppo del sistema economico, ha fatto in modo di assoggettare la regolamentazione finanziaria alle disposizioni delle leggi speciali.

E' in quest'ottica che va interpretata la *legge n. 216 del 7 giugno 1974*, tramite cui fu introdotta in Italia la categoria delle azioni di risparmio, con l'obiettivo di favorire l'investimento nei grandi complessi azionari del Paese per quella classe di soggetti completamente disinteressati alla gestione societaria e attenti soltanto al rendimento economico del loro investimento.

Gli sviluppi successivi della disciplina appartengono alla storia legislativa recente e possono essere rintracciati nelle disposizioni della *Riforma delle società di capitali* del 2003 e nel dettato del *decreto Competitività*.

Il piano dell'analisi si sposta, poi, sulla considerazione dei tratti peculiari della legislazione finanziaria e societaria in vigore, sottolineando l'importanza del processo di liberalizzazione che ha investito il sistema economico negli ultimi anni e che ha condotto al parallelo abbandono dei canoni di standardizzazione e tipizzazione normativa al rispetto dei quali era stato improntato l'*agere* degli operatori del mercato.

Enfasi viene posta sulla grande varietà di metodi con cui è attualmente possibile procedere alla delimitazione degli assetti proprietari nelle società di capitali in alternativa al principio di proporzionalità, senza tralasciare una dettagliata descrizione degli aspetti positivi e negativi della loro applicazione in termini di *performance* aziendale, strategie operative degli emittenti strumenti finanziari, nonché reazioni degli investitori sul mercato dei capitali.

La constatazione della volontà del legislatore di legittimare le evoluzioni del mercato finanziario attraverso il riconoscimento normativo dell'avvenuta recisione nel legame tra rischio d'impresa e potere sociale è accompagnata dall'illustrazione dei risultati di

un'indagine circa l'effettivo grado di utilizzo dei sistemi di attribuzione dei diritti di voto alternativi al principio di proporzionalità.

A questo punto, si rende necessario ampliare l'orizzonte dell'analisi fino ad effettuare un esame delle implicazioni dei metodi di attribuzione dei diritti sociali in ambito europeo e internazionale. A partire dai primi anni del nuovo millennio, infatti, il problema dell'identificazione di un criterio ideale ha ricevuto sempre maggiore attenzione e ha costituito il motivo principale alla base dell'intensa attività di ricerca approntata dalla Commissione Europea sulla struttura finanziaria e partecipativa delle imprese operanti sul territorio comunitario.

Nella sua attività di indagine, la Commissione Europea si avvale del prezioso *background* analitico che scaturisce dall'imponente lavoro di ricerca svolto dalla letteratura teorica in tema di diritti di voto nelle società di capitali.

Nel corso del tempo, infatti, un gran numero di esponenti del mondo giuridico ed economico, di provenienza europea o extraeuropea, ha profuso notevole impegno alla ricerca di un sistema che potesse rappresentare la migliore soluzione al problema della correlazione dei diritti sociali alla partecipazione finanziaria, con la conseguenza di produrre un'elevata mole di materiale tecnico in cui è possibile rintracciare la formulazione di molteplici teorie al riguardo.

Nell'ottica del continuo dibattito in merito alla minore o maggiore opportunità di ricorrere all'utilizzo del principio di proporzionalità, lo sforzo teorico prodotto dalla letteratura presenta un carattere fortemente microeconomico, che procede in direzione dell'analisi di una serie di situazioni tipiche aventi un'elevata correlazione con l'aspetto della corretta allocazione dei diritti all'interno delle società di capitali.

Gli aspetti di maggior interesse sono quelli riguardanti, in primo luogo, i problemi del rapporto di agenzia tra amministratori e azionisti e altresì tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza; in secondo luogo, la relazione intercorrente tra l'utilizzo di determinati strumenti partecipativi e l'azione discriminante del mercato. Grande rilievo riveste, infine, il ruolo che i metodi di attribuzione del diritto di voto nelle società di capitali giocano nei confronti delle decisioni inerenti la quotazione delle azioni in un mercato regolamentato.

La considerazione di tali dinamiche appare fondamentale per la corretta interpretazione degli schemi normativi approntati dagli ordinamenti regolamentari: solo in questo modo,

è possibile procedere ad uno studio approfondito degli aspetti caratteristici della storia legislativa propria di alcuni Paesi europei, come Francia e Germania, ed extraeuropei, gli Stati Uniti, che presentano tratti comuni con il nostro, in termini di tradizione culturale e sociale o di impostazione giuridica della materia delle società di capitali.

L'ultima sezione del lavoro di tesi provvede a fornire una valutazione dettagliata dei costi e dei benefici derivanti dall'abrogazione del divieto di azioni a voto plurimo in Italia, in relazione all'attività svolta da società di capitali quotate e da società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

Grande attenzione viene riservata all'atteggiamento del legislatore nei confronti di una serie di aspetti problematici associati all'utilizzo del voto plurimo, quali possono essere la compatibilità con la disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto e la necessità di predisporre un adeguato sistema normativo a tutela dei soci di minoranza.

Gli argomenti in parola vengono affrontate alla luce dei provvedimenti di maggior rilievo intervenuti a livello europeo. Tra questi possiamo annoverare, innanzitutto, la "*Transparency Directive*", emanata dal Parlamento Europeo nel 2004, con l'obiettivo di introdurre una serie di obblighi da rispettare in materia di trasparenza informativa e degli assetti societari, da realizzare e garantire in ogni fase dell'esistenza degli strumenti finanziari partecipativi, a partire dell'emissione fino a quella dell'estinzione; la *Direttiva 2004/25/EC*, denominata "*Takeover Directive*", attraverso la quale il legislatore comunitario detta disposizioni a tutela dell'efficienza dei meccanismi di mercato, minacciati dai potenziali effetti distorsivi che derivano dall'emissione di azioni a voto plurimo.

Successivamente, trovano spazio una serie di considerazioni di *Corporate Finance* che interpretano le innovazioni legislative da un punto di vista assolutamente insolito: al centro dell'analisi compare la figura dell'investitore del mercato finanziario, in rapporto al quale vengono misurati gli effetti concreti dell'applicazione di sistemi alternativi al principio di proporzionalità e le variazioni che intervengono nei meccanismi di mercato sottostanti la quotazione in borsa e la formazione dei prezzi.

Se, da un lato, grande valore tecnico rivestono l'intervento del legislatore italiano e l'intenso dibattito giuridico-economico che l'ha preceduto, dall'altro i maggiori esponenti in materia non hanno esitato ad esprimere il loro parere in merito all'opera di rinnovamento compiuta, non lesinando critiche né opinioni circa i miglioramenti che è

necessario apportare all'impianto regolamentare, nell'ottica dell'ulteriore perfezionamento della disciplina.

La presente trattazione trova naturale conclusione nell'analisi dei maggiori orientamenti espressi sul tema da autorevole dottrina, intervenuti a coprire un ampio ventaglio di fattispecie di particolare rilevanza economica, giuridica e tecnica; al contempo, non sembra possibile prescindere da una doverosa illustrazione dei contributi pervenuti al legislatore da larga parte della letteratura e della giurisprudenza, con l'obiettivo di tracciare le linee guida da seguire nello svolgimento della futura opera di implementazione normativa che attende il regolatore nazionale e che appare improntata sempre più a criteri di flessibilità e tempestività, caratteri tipici dell'operatività dei mercati finanziari.

Capitolo 1

Il principio “un’azione, un voto” in Italia

Evoluzione normativa

1. Il sistema vigente ai tempi del Codice di Commercio italiano del 1882

1.1 Origine storica della società di capitali

Nel corso del periodo storico corrispondente al tardo Medioevo, l'Europa attraversò una fase di profondo mutamento in cui si manifestarono una serie di tendenze che in poco tempo avrebbero cambiato radicalmente l'assetto strutturale del vecchio continente.

Nei Paesi della zona centro-occidentale, infatti, fu possibile assistere a processi di notevole rilievo economico e sociale, quali la rinascita culturale delle città, l'intensificazione degli scambi tra le maggiori aree urbane, la rinnovata e sempre più diffusa circolazione della moneta, la ripresa dei consumi e l'emergere di un ceto di ricchi banchieri e mercanti-imprenditori che avevano iniziato a svolgere con sempre maggiore intensità le attività di raccolta ed erogazione del denaro e l'investimento in attività produttive di natura industriale e commerciale che in prospettiva avrebbero permesso di generare un valore aggiunto della produzione¹.

E' proprio grazie all'iniziativa di questi soggetti che nacquero le prime forme di attività bancaria e finanziaria nella loro versione moderna, quelle che avrebbero portato, in seguito, alla formazione di una vera e propria classe sociale, contraddistinta da ricchezza, potere ed elevato prestigio, che avrebbe svolto, a partire dall'immediato futuro, un ruolo di importanza vitale per lo sviluppo del sistema economico e monetario della società moderna, attraverso la sua opera di intermediazione tra le unità di raccolta e le di

¹ Per una trattazione approfondita del tema, si veda Padoa Schioppa A., *Saggi di storia del diritto commerciale*, Milano, 1992.

impiego del capitale e quindi attraverso il grande supporto fornito ai settori industriale e commerciale per quanto riguarda lo sviluppo delle relative attività².

Ma il quindicesimo e il sedicesimo secolo rappresentarono anche le epoche dei grandi navigatori e delle importanti scoperte geografiche, grazie alle quali risultò notevolmente potenziato il sistema degli scambi internazionali di materie prime e di metalli preziosi, con particolare attenzione a quelli provenienti dai nuovi territori, come, ad esempio, oro e argento.

E' in questo contesto di trasformazione e rinnovamento che un numero sempre maggiore di sovrani europei, mossi da ambiziosi obiettivi espansionistici e attratti dalle prospettive di realizzazione di ingenti fortune, unitamente a facoltose famiglie nobiliari in cerca di prestigio e ricchezze, si fa promotore di iniziative di esplorazione rivolte alla scoperta di nuove terre al di fuori dei propri confini nazionali, mettendo altresì a disposizione di navigatori e mercanti considerevoli somme di denaro allo scopo di supportare, dal punto di vista finanziario, le spedizioni.

Nascono in questo modo le compagnie coloniali: alla luce del fatto che le esplorazioni territoriali ed i conseguenti insediamenti coloniali richiedevano finanziamenti particolarmente consistenti e comportavano rischi non trascurabili di varia natura, i mercanti e gli esploratori iniziarono a riunirsi in associazioni per meglio affrontare i costi delle imprese e dividere rischi e profitti che ne sarebbero derivati.

Il denaro necessario ad avviare e sostenere l'attività delle compagnie, in aggiunta a quello proveniente dagli ambienti reali e nobiliari, era ottenuto operando una raccolta su larga scala, diffusa non soltanto tra i membri appartenenti alle compagnie stesse, ma anche tra soggetti estranei, che in tal modo si ponevano nella posizione di finanziatori. Elemento chiave di questa forma di organizzazione è, dunque, il momento del finanziamento e della partecipazione all'investimento, che presenta i caratteri della frammentazione e della standardizzazione³.

Il fenomeno in questione va sotto il nome di 'capitalismo commerciale' e sancisce l'entrata sulla scena della 'società di capitali', un modo di fare impresa che, passando attraverso anni di evoluzione e grazie alla elevata praticità tecnica dell'istituto e allo

² Padoa Schioppa A., *Saggi di storia del diritto commerciale*, Milano, 1992.

³ Un'esposizione dettagliata della materia, con particolare riferimento alla situazione italiana, è contenuta in Ungari P., *Profilo storico delle anonime in Italia*, Roma, 1974.

sviluppo di un'ampia gamma di configurazioni giuridiche, avrebbe conosciuto presto una vastissima diffusione.

Caratteristica pregnante di questo tipo di società è l'autonomia patrimoniale perfetta: i sovrani si impegnarono a concedere la possibilità di dar vita ad un organismo associativo in cui attuare una separazione netta tra il patrimonio dei soci e quello della società, facendo in modo che soltanto quest'ultimo fosse esposto al rischio insito nell'attività d'impresa e tenendo al riparo il patrimonio personale dei soci da eventuali aggressioni provenienti dai finanziatori esterni alla società.

Le compagnie coloniali non costituivano, tuttavia, un modello societario riconosciuto dall'ordinamento che i privati potevano scegliere autonomamente di adottare; al contrario, erano tali soltanto in virtù di un privilegio concesso dal sovrano, e tale privilegio spettava unicamente ad esse in quanto tali.

Soltanto qualche tempo dopo, come risultato delle prime codificazioni Napoleoniche intervenute agli inizi del diciannovesimo secolo, la società di capitali fu riconosciuta come forma organizzativa tipizzata dalla legislazione e perciò liberamente utilizzabile da persone fisiche e giuridiche: nacque la 'società anonima'⁴.

La società di capitali si presenta come un soggetto di diritto formalmente distinto dalle persone dei soci: l'autonomia patrimoniale di cui gode fa in modo che sia la società stessa con il proprio patrimonio a rispondere delle obbligazioni sociali, sollevando i soci da qualsiasi responsabilità personale derivante dalle medesime obbligazioni.

I soggetti creditori dell'attività d'impresa, svolta nella forma della società di capitali, possono perciò fare affidamento soltanto sul patrimonio sociale; salvo poi ammettere che il legislatore provvederà a regolamentare adeguatamente la materia, introducendo strumenti di tutela e garanzia al servizio dei creditori, quali la disciplina dell'integrità del capitale sociale e dell'informazione contabile che gli amministratori della società sono tenuti a fornire in relazione all'attività da loro svolta nell'ambito dell'impresa, con particolare riferimento alla situazione patrimoniale e ai risultati economici della società⁵.

Divenne possibile, dunque, partecipare ad un'attività a carattere imprenditoriale, che per sua natura comporta l'assunzione di una determinata mole di rischio, stante l'aleatorietà

⁴ Galgano F., *Storia del diritto commerciale*, Bologna, Il Mulino, 1976, pp. 79-84.

⁵ Campobasso G.F., *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, VIII ed., a cura di M. Campobasso, Torino, Utet Giuridica, 2012, p. 141.

a cui è soggetta la realizzazione del futuro profitto che con lo svolgimento dell'attività ci si propone di conseguire, impegnando in essa un patrimonio opportunamente destinato, e permettendo, allo stesso tempo, di mantenere intatto il capitale personale dei soci non investito nella stessa, con il risultato di riuscire, in questo modo, ad evitare che i soggetti coinvolti nell'attività fossero esposti a un rischio sproporzionato ed eccessivamente elevato, quello di perdere l'intero patrimonio personale, che risultava a quel punto inevitabilmente legato alle sorti dell'organizzazione.

Sullo stesso piano del frazionamento dei costi e dei rischi, troviamo la partecipazione ai profitti rivenienti dall'impresa, andando così a stabilire una naturale corrispondenza ideologica tra capitale impiegato e diritti agli utili.

Questa fu l'intuizione originaria alla base della società di capitali, da cui sarebbero derivati successivamente tutti i profili strutturali, di non minore rilevanza, sviluppati in seguito alle modificazioni normative intervenute negli anni e che rappresentano, oggi, elementi essenziali dell'istituto giuridico in questione, come, ad esempio, la personalità giuridica, l'organizzazione societaria improntata sul modello corporativo e l'incorporazione della partecipazione al capitale della società in titoli di credito rappresentati da quote.

1.2 Le quote di partecipazione al capitale sociale

Una volta assicurata la ripartizione di costi e rischi e stabilita la concettuale corrispondenza proporzionale dei relativi proventi, si poneva il problema di dare forma concreta alla partecipazione finanziaria nella società dei soggetti interessati, in un modo che fosse largamente compatibile con la soddisfazione delle esigenze di garanzia di esistenza del rapporto giuridico, certezza ed equità dei diritti, praticità, accessibilità e ampia diffusione dello strumento finanziario, nonché prontezza e rapidità di trasferimento del rapporto.

E' per questa via che fecero il loro ingresso sulla scena le prime forme di azioni, che possono essere identificate come gli strumenti finanziari rappresentanti le quote di

pertinenza dei soci nel capitale sociale, e che si aggiungono all'insieme dei tratti estremamente caratteristici delle società di capitali.

Le azioni costituiscono, pertanto, quote omogenee e standardizzate di partecipazione finanziaria nel patrimonio della società, hanno tutte lo stesso valore e conferiscono i medesimi diritti ai loro possessori⁶.

La loro esistenza riflette il meccanismo secondo cui il capitale sociale è suddiviso idealmente in un numero di parti in rapporto ad una certa unità di misura definita in modo assolutamente autonomo e soggettivo dai soci; ed è in riferimento a questo processo che vengono determinate le azioni, che corrisponderanno, in numero, all'insieme di quote che scaturiscono dalla divisione del patrimonio della società e avranno un valore nominale pari al valore intrinseco delle quote stesse in relazione all'ammontare totale del capitale sociale.

Il tratto distintivo principale dell'azione consiste nel fatto che essa realizza l'incorporazione in un documento del diritto di partecipazione alla distribuzione degli utili e alla gestione della vita societaria, secondo modalità che sono adeguatamente prestabilite dall'ordinamento normativo, in rapporto alla quota di capitale sociale di pertinenza del socio; tali documenti esibiscono una serie di proprietà essenziali per il raggiungimento di alcuni dei principali obiettivi alla base della creazione del modello associativo della società di capitali. Essi si presentano, infatti, come liberamente trasferibili, e la loro circolazione è assoggettata alla disciplina dei titoli di credito.

La definizione di un simile strumento finanziario garantisce, in questo modo, la possibilità che l'investimento azionario sia prontamente smobilizzabile, e, in più, assicura un buon grado di efficienza nel processo di ricambio delle persone dei soci all'interno della società. Risulta chiaro, dunque, come la società di capitali sia stata concepita in maniera tale da favorire la raccolta su larga scala di capitale presso il pubblico dei grandi e piccoli risparmiatori e, tramite lo strumento azionario, permettere la coesistenza di diverse classi di azionisti all'interno della società: i soci strettamente interessati al governo della società, che, per tale ragione, si troveranno a detenere partecipazioni consistenti e maggioritarie di capitale; e i piccoli azionisti, che, nella maggior parte dei casi,

⁶ Campobasso G.F., *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, cit., p. 200.

rappresentano la grande maggioranza indifferenziata di investitori e sono interessati esclusivamente al rendimento finanziario associato al proprio investimento⁷.

La praticità e la validità di questa struttura si rinvergono nella constatazione del grande vantaggio apportato alle modalità di fare impresa: l'esistenza di una consistente massa di piccoli azionisti, incoraggiati dalle vantaggiose opportunità di investimento con possibilità di rapido smobilizzo sul mercato dei capitali (possibilità che verranno moltiplicate in seguito alla diffusione delle borse valori), non costituiscono pregiudizio all'ordinato ed efficiente svolgimento dell'attività amministrativa ed operativa della società, generando, in tal modo, una sintesi perfetta tra le molteplici e contrapposte esigenze finanziarie e gestionali proprie delle realtà imprenditoriali di grandi dimensioni⁸.

1.3 Il principio di proporzionalità

La nozione secondo cui debba esistere una stretta interdipendenza tra frazionamento del capitale (e, dunque, del rischio) e diritti agli utili e alla partecipazione societaria risulta essere dotata di primaria importanza nella concezione e nello sviluppo della società di capitali: alla base del nostro istituto giuridico, troviamo, infatti, il cosiddetto 'principio di proporzionalità', definito come il concetto in base al quale è necessario stabilire un sistema concreto, tra tutti quelli astrattamente concepibili, di attribuzione dei diritti amministrativi, ossia i diritti inerenti la partecipazione del socio alle decisioni riguardanti la gestione della società, e dei diritti agli utili in rapporto all'entità del capitale apportato dal singolo socio nell'impresa e, dunque, del grado di rischio che il soggetto ha assunto con l'atto del finanziamento.

L'argomento è stato sempre affrontato sotto diversi aspetti: da una prospettiva economica, si è cercato di analizzare il principio di proporzionalità e le sue possibili varianti nell'ottica dei vantaggi che l'individuazione della migliore soluzione al problema della corrispondenza tra diritti di voto e diritti patrimoniali avrebbe apportato in termini

⁷ Campobasso G.F., *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, cit., p. 141.

⁸ Campobasso G.F., *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, cit., pp. 143-144.

di ottimizzazione del valore dell'attività d'impresa e di efficienza dei delicati meccanismi di amministrazione e controllo societari; da un punto di vista squisitamente giuridico, il principio di proporzionalità ha rappresentato, fin dall'origine, il principale strumento di regolazione del rapporto che intercorre tra i soci di una società, considerato nella grande varietà di fattispecie in cui esso si estrinseca in ogni ambito della vita societaria, e tra i soci e la società stessa⁹.

In questo contesto, il principio in base al quale ogni azione conferisce un singolo diritto di voto rappresenta solo una manifestazione, tra le tante possibili, del criterio di attribuzione del diritto di voto agli azionisti.

Esso è espressione di una serie di nozioni che ne caratterizzano la natura: come prima cosa, il voto è attribuito solo e soltanto alle azioni in quanto tali, e non è, dunque, ammessa l'esistenza del diritto di voto in assenza del possesso azionario; in secondo luogo, non è possibile concepire azioni totalmente prive del diritto di voto; infine, ogni azione conferisce il diritto di esprimere in via esclusiva un singolo voto, decretando, in tal modo, il divieto assoluto di emissione di azioni a voto multiplo¹⁰.

Tuttavia, se analizziamo in maniera approfondita la storia della società di capitali, è possibile notare come lo strumento partecipativo rappresentato dall'investimento azionario sia perfettamente compatibile con criteri di attribuzione dei diritti di voto e amministrativi che non siano fondati sulla rigida corrispondenza unitaria tra numero di azioni sottoscritte e numero di voti esercitabili in assemblea. Inoltre, la legislazione generale di diritto societario vigente nei Paesi interessati dallo sviluppo e dalla diffusione della società di capitali, non ha mai previsto espressamente il divieto di adozione di modelli diversi dal tradizionale principio "un'azione, un voto"¹¹.

E' per questo motivo che, ancora oggi, è possibile rinvenire, negli ordinamenti normativi di alcuni dei Paesi ad economia avanzata, disposizioni esplicite che consentono la deroga al suddetto principio, suggerendo e proponendo l'implementazione di modelli alternativi contraddistinti dall'originalità e dall'innovazione dei loro tratti distintivi¹².

⁹ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, in Quaderni giuridici della CONSOB, 2014, pp. 12-19.

¹⁰ Campobasso G.F., *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, cit., pp. 204 ss.

¹¹ Galgano F., *Storia del diritto commerciale*, cit., pp. 79-84.

¹² Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., p. 19.

1.4 *Dalla Codificazione Napoleonica di inizio Ottocento al Codice di Commercio del 1882*

Nel corso di un arco temporale di durata pari a circa duecento anni, o poco più, a partire dal momento della loro prima apparizione, nel tardo seicento, le società di capitali rimasero assoggettate a discipline legislative che apparivano alquanto approssimative e superficiali.

Gli ordinamenti giuridici dell'epoca, infatti, consentivano ai privati di definire in modo autonomo, all'interno del contratto sociale, che rappresenta l'atto costitutivo dell'organismo societario, i caratteri principali e le modalità di funzionamento del sistema di attribuzione del diritto di voto alle persone dei soci, lasciando, in tal modo, ampio spazio all'autonomia statutaria.

In ragione di ciò, risalgono a quel periodo le prime forme di azioni espressione diretta di meccanismi di assegnazione del voto non perfettamente rispondenti al tradizionale principio "un'azione, un voto".

Si assiste fin da subito, infatti, all'emissione di strumenti azionari caratterizzati dalla peculiarità di attribuire al possessore il privilegio di poter esprimere in assemblea un numero di preferenze maggiore dell'unità (azioni a voto multiplo); accanto ad esse, troviamo la previsione normativa di tetti minimi o massimi di partecipazione al capitale azionario per l'intervento ed il voto in assemblea (azioni a voto scalare progressivo o regressivo) ed anche di azioni a voto capitario, ossia azioni che attribuiscono un solo diritto di voto per ogni socio identificato nella sua persona fisica, a prescindere dal numero di titoli posseduti; si rilevano, inoltre, categorie di azioni che conferiscono un diritto di voto limitato a particolari argomenti affrontati in assemblea oppure all'esercizio nelle sole assemblee straordinarie (azioni a voto limitato) e azioni che sono totalmente prive del diritto di voto¹³.

L'intervento del Codice Napoleonico del 1808, adottato in Francia a partire dal primo gennaio dello stesso anno, e divenuto operativo in Italia soltanto nove mesi dopo, non ha di fatto mutato la situazione in essere, a causa della quasi totale assenza di disposizioni

¹³ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., p. 20.

legislative rivolte alla disciplina delle società di capitali in generale, e del principio di proporzionalità in particolare¹⁴.

La novità di maggior rilievo introdotta dal Codice Napoleonico è, senza dubbio, rappresentata dalla formalizzazione giuridica del modello associativo della società di capitali tramite l'istituzione del prototipo della 'società anonima'¹⁵.

La società anonima viene istituita per dare concreta soddisfazione alle esigenze di tutti quei soggetti che intendono svolgere attività d'impresa sfruttando i considerevoli vantaggi apportati dal beneficio dell'autonomia patrimoniale. In tal modo, è possibile estendere su larga scala l'ambito di raccolta del capitale necessario alla realizzazione dell'attività, dotando la partecipazione azionaria di alcune proprietà particolarmente favorevoli, quali la spersonalizzazione e la standardizzazione dell'investimento¹⁶. Proprietà che, a questo punto, vengono riconosciute come assolutamente imprescindibili e, dunque, pienamente meritevoli di tutela da parte dell'ordinamento legislativo, constatato il grande vantaggio apportato all'efficienza del sistema economico da questa particolare forma di investimento.

Con le disposizioni in esame, il legislatore diede esplicito riconoscimento giuridico alle esigenze di carattere economico-finanziario dei soggetti interessati alla costituzione delle società di capitali, e fece in modo di agevolare ulteriormente la rapidità e la fluidità degli scambi sul mercato azionario ammettendo la possibilità che le azioni fossero titoli non nominativi, facilmente e liberamente trasferibili da un soggetto all'altro¹⁷. Da ciò deriva la denominazione di società anonima.

Tuttavia, un'attenta analisi del corpus normativo in esame evidenzia chiaramente la scarsa attenzione riservata dal legislatore alle società di capitali: soltanto tre articoli affrontano la materia, dettando prescrizioni di carattere molto generale e concedendo ampia libertà statutaria ai privati¹⁸.

A conferma di quanto appena dichiarato, notiamo come l'art. 33 del Codice Napoleonico, per quanto attiene alle società di capitali, affermi semplicemente che *"I soci non sono soggetti che alla perdita dell'ammontare della loro quota nella società"*; di seguito, è

¹⁴ Ungari P., *Profilo storico delle anonime in Italia*, Roma, Bulzoni, 1974, pp. 29 ss.

¹⁵ Galgano F., *Storia del diritto commerciale*, cit., pp. 79-84.

¹⁶ Galgano F., *Storia del diritto commerciale*, cit., 1976, pp. 79-84.

¹⁷ Ungari P., *Profilo storico delle anonime in Italia*, cit., pp. 29 ss.

¹⁸ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., p. 20.

possibile rinvenire l'art. 34 che, in stretto riferimento al principio di proporzionalità, si limita ad asserire che *"il capitale della società anonima si divide in azioni ed anche in porzioni di azioni di uguale valore"*, lasciando liberi i soggetti di definire una struttura ideale di assegnazione dei diritti di voto; grande valore rivestiva la libertà negoziale riconosciuta ai singoli soggetti in quanto soci, com'è possibile dedurre dall'art. 18 del medesimo Codice, in base al quale *"Il contratto di società viene regolato dal diritto civile, dalle leggi particolari al commercio e dalle convenzioni delle parti"*¹⁹.

Trasferendo l'attenzione sul contesto italiano, la situazione di sostanziale libertà in termini di opportunità di determinazione di un principio ideale in base al quale regolare la corrispondenza tra diritti patrimoniali e diritti di voto nelle società di capitali rimase immutata pressoché ovunque, per tutto il periodo che va dalla codificazione Napoleonica fino all'emanazione del Codice di Commercio del 1882.

L'intervento del Codice di Commercio italiano nel 1865 non aveva prodotto significative modifiche alla normativa vigente, sebbene rappresentasse formalmente un nuovo ordinamento legislativo che, di fatto, sostituiva il Codice Napoleonico in quelle regioni della penisola italiana che non erano soggette alla dominazione francese²⁰.

Le uniche novità da esso apportate possono essere rintracciate nelle disposizioni inerenti l'organo assembleare; si stabilisce, infatti, che i soggetti costituenti sono obbligati a specificare in modo chiaro nello statuto sociale le norme di funzionamento dell'assemblea, intendendo per tali l'elenco delle materie principali che costituiranno oggetto di deliberazione assembleare, le modalità ed i tempi con cui i soci devono essere convocati e con cui gli stessi possono esercitare il loro diritto di voto, i numeri legali necessari affinché sia possibile convocare l'assemblea, votare e approvare la delibera adottata (art. 143)²¹.

Pochi anni più tardi, alla luce dell'eccezionale ed improvviso incremento del numero delle società di capitali nel territorio europeo, verificatosi a partire dalla metà del diciannovesimo secolo, e della necessità sempre più stringente di adeguare alla realtà dei

¹⁹ Padoa Schioppa A., *Saggi di storia del diritto commerciale*, Milano, LED Edizioni Universitarie, 1992, pp. 221-222.

²⁰ Galgano F., *Storia del diritto commerciale*, cit., pp. 79-84.

²¹ Ungari P., *Profilo storico delle anonime in Italia*, cit., pp. 29 ss.

fatti una regolamentazione troppo blanda e non al passo coi tempi, in Italia si procedette all'emanazione del Codice di Commercio, promulgato nell'ottobre del 1882²².

Il Codice segnò una svolta nel contesto storico-giuridico dell'epoca, in quanto, per la prima volta, si rendeva manifesta in modo eloquente la presa d'atto del legislatore circa l'importanza dello strumento della società di capitali nell'ottica dello sviluppo e del buon funzionamento del sistema economico nel suo complesso. Ciò è evidente se andiamo a considerare le disposizioni di diritto societario in esso contenute.

Il Codice di Commercio del 1882, in prima istanza, introduceva una norma di carattere generale per quanto riguarda le modalità di attribuzione del diritto di voto, qual è quella dell'utilizzo di scaglioni partecipativi tali da far sì che il peso dei voti esercitabili nell'assemblea da parte degli azionisti sia decrescente al crescere del numero di azioni detenute, in riferimento ad alcune soglie prestabilite.

Ciò non ha impedito di prevedere la possibilità che i privati scelgano in totale autonomia di derogare a tale regola, ricorrendo a meccanismi di assegnazione dei diritti sociali alternativi al tradizionale principio di proporzionalità²³.

A questo proposito, l'art. 157 del Codice di Commercio del 1882 dichiara, infatti, che *"[...] 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. Le deliberazioni si prendono a maggioranza assoluta. Nell'atto costitutivo o nello statuto può essere derogato a queste disposizioni"*.

Accanto a queste, troviamo un'altra norma che riveste particolare rilievo e che presenta la peculiarità di essere assolutamente inderogabile: facciamo riferimento al dettato dell'art. 164, secondo cui *"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"*²⁴.

In questo modo, dunque, il legislatore intende garantire al socio il pieno riconoscimento dei diritti sociali derivanti dalla sua partecipazione azionaria, ancorando questa necessità alla dimensione imprescindibile del diritto di voto spettante all'azionista, e vietando di

²² Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., p. 20.

²³ Padoa Schioppa A., *Saggi di storia del diritto commerciale*, cit., pp. 221-222.

²⁴ Galgano F., *Storia del diritto commerciale*, cit., pp. 79-84.

fatto, per tal via, l'emissione di azioni totalmente prive del diritto di voto e la previsione di qualsivoglia tetto minimo statutario inerente il possesso di titoli azionari al fine di esercitare il voto in sede assembleare²⁵.

E' facile comprendere, a questo punto, come il concepimento dell'azione abbia risposto ad un'esigenza di natura puramente pratica avvertita dai privati, nel senso che, a prescindere dal particolare sistema di attribuzione del diritto di voto agli azionisti in ragione della loro partecipazione nella società, modellabile a seconda delle preferenze dei soggetti interessati, la sua funzione autentica è sempre stata quella di fungere da strumento finanziario in grado di incorporare i diritti sociali e fare in modo che la loro circolazione fosse notevolmente agevolata proprio a causa del fatto che il trasferimento dei titoli azionari è governato dalle leggi in materia di circolazione dei beni mobili e, dunque, sottratta alle norme riguardanti la cessione dei contratti, che ne avrebbero precluso inevitabilmente la rapidità e facilità di movimento²⁶.

²⁵ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *“Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo”*, cit., p. 21.

²⁶ Galgano F., *Diritto civile e commerciale*, Vol. III, L'impresa e le società, Tomo II, Padova, CEDAM, 1990, pp. 107 ss.

2. Il Codice Civile del 1942

2.1 Le radici di un nuovo sistema

All'interno del contesto culturale proprio della società europea di fine Ottocento e inizio Novecento, è possibile rintracciare le radici di alcuni fenomeni sociali che avrebbero esercitato un'influenza considerevole, tra l'altro, sulle modalità di fare impresa.

In quegli anni, infatti, in Italia era in atto la veemente battaglia per il riconoscimento dei diritti del cittadino, primo fra tutti il diritto di voto, che avrebbe portato, attraverso un percorso graduale, all'allargamento della base elettorale e, soltanto a metà del ventesimo secolo, alla concessione del suffragio universale maschile e femminile, così come sancito ancora oggi dalla Costituzione della Repubblica Italiana; a ciò si aggiungeva il clima di fervore sempre più intenso generato dallo spirito imprenditoriale della classe borghese, che iniziava ad affacciarsi sulla scena politica e a pretendere di ricoprire ruoli di rilievo all'interno della società²⁷.

La trasposizione di queste tendenze ideologiche sul piano del diritto societario portò all'affermazione di una serie di principi che indussero a ritenere ormai inadeguata e anacronistica la previsione normativa del Codice di Commercio del 1882, indirizzando la disciplina delle società di capitali su binari diversi rispetto a quelli percorsi fino a quel momento.

Innanzitutto, si manifestò un processo di rivendicazione dei diritti derivanti dallo status di socio all'interno della società di capitali, tale per cui iniziò a concretizzarsi l'idea di associare l'investimento azionario, anche nel caso in cui si detenesse una partecipazione unitaria, alla fruizione totale e incondizionata del diritto di voto e dei diritti amministrativi²⁸.

In sostanza, si stava pian piano elevando a principio imprescindibile di ordine pubblico quello per cui l'azione, intesa nella sua unità, rappresenta l'entità minima di

²⁷ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *“Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo”*, cit., p. 23.

²⁸ Bione M., *Le azioni*, in Trattato delle società per azioni, diretto da Colombo G.E. e Portale G.B., Torino, Utet Giuridica, 1991, p. 5.

partecipazione al capitale sociale da parte del socio affinché quest'ultimo possa godere di tutti i diritti sociali che da tale partecipazione scaturiscono²⁹.

La dottrina è sempre stata concorde sul punto, in quanto si riteneva che, tra i tratti tipici della società di capitali, vi era la vantaggiosa possibilità di dare vita ad un investimento finanziario caratterizzato dalla variabilità assoluta dell'impegno, nel senso che ogni soggetto era libero di predeterminare in ogni momento il grado di ingerenza desiderato con cui intervenire nella vita della società, variando di conseguenza la quantità di capitale da apportare.

Per questo motivo, l'idea che potessero esistere particolari categorie di azioni del tutto prive del diritto di voto rischiava di minare alla base la struttura del nostro modello associativo, andando a colpire il principio per cui ogni socio, indipendentemente dalla quantità di azioni posseduta (e dunque anche colui che detiene una sola azione), ha interessi che devono essere tutelati e per i quali deve poter intervenire e votare in assemblea in ragione della sua quota di capitale, quali, ad esempio, la partecipazione agli utili, la rappresentanza amministrativa, la rappresentanza sindacale³⁰.

L'evoluzione di questi fondamenti teorici portò all'affermazione di altre due nozioni che avrebbero trovato ampio consenso tra la giurisprudenza dell'epoca e che, qualche tempo più tardi, avrebbero costituito i capisaldi della disciplina societaria contenuta nel codice civile del 1942³¹.

Facciamo riferimento, in primo luogo, al principio dell'uguaglianza dei diritti incorporati all'interno dei titoli azionari: poiché ogni singola azione fornisce lo stesso apporto patrimoniale alla società, allo stesso modo è naturale che il possesso di ogni azione conferisca la medesima quantità di diritti e doveri³².

In secondo luogo, la materia del diritto societario fu investita, in quegli anni, da un generalizzato processo di democrazia plutocratica, sulla scia del quale iniziava ad affermarsi in maniera decisa l'idea della corrispondenza diretta tra numero di azioni

²⁹ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *“Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo”*, cit., p. 26.

³⁰ Vivante C., *Trattato di diritto commerciale*, vol. II, Società commerciale, IV edizione, Milano, Vallardi, 1912, p. 310.

³¹ Galgano F., *Storia del diritto commerciale*, cit., pp. 79-84.

³² Campobasso G.F., *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, cit., p. 204.

detenute ed influenza esercitata all'interno della società³³. In altre parole, la partecipazione finanziaria al capitale sociale doveva essere associata necessariamente all'esercizio effettivo dei diritti e dei poteri che il possesso stesso delle azioni conferiva al soggetto titolare, mettendo così in rapporto diretto il potere sociale e la proprietà della ricchezza finanziaria³⁴.

Il diritto ad una maggiore quota di utili e il potere di esercizio di un maggior numero di voti si presentano come una conseguenza naturale del maggior rischio sopportato da colui che immette nella società una quota di capitale superiore a quella di altri soci.

A questi orientamenti ideologici provenienti dal panorama giuridico, si aggiunse l'atteggiamento di eccezionale ostilità da parte della classe dirigente italiana nei confronti della svalutazione monetaria successiva alla Prima Guerra Mondiale e dell'apertura dei mercati che ne derivò, esponendo le società italiane al serio pericolo della dominazione estera³⁵. Per questa ragione, gli imprenditori italiani iniziarono ad avvertire una forte necessità di protezione e presero a fare ricorso al meccanismo del voto plurimo, in piena conformità al dettato dell'art. 164 del Codice di Commercio del 1882, per evitare che soggetti operanti in Paesi con valute nettamente più forti di quella nazionale potessero attuare e portare a termine tentativi di scalata delle società situate sul nostro territorio³⁶. Durante lo stesso periodo, l'argomento del voto plurimo attirò da più fronti un notevole grado di attenzione e divenne centrale nell'ambito del dibattito legislativo e giurisprudenziale, al punto che si rese necessaria l'istituzione di una Commissione per la revisione dei codici, a sua volta divisa in più sottocommissioni, tra le quali ve n'era una in particolare che presentava il delicato compito di formulare delle proposte di modifica inerenti la revisione del Codice di Commercio³⁷.

In questo modo, preso atto degli orientamenti espressi sul tema dalla giurisprudenza, secondo cui l'utilizzo delle azioni a voto multiplo era pienamente compatibile con le norme della disciplina vigente nell'ambito del Codice di Commercio del 1882, a patto che fosse necessario prevedere un adeguato controllo giudiziario in sede di autorizzazione alla

³³ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., p. 26.

³⁴ Cottino G., *Diritto commerciale*, Vol. I, Tomo II, III ediz., CEDAM, 1994, p. 273.

³⁵ Bione M., *"Le azioni di risparmio tra mito e realtà"*, in *Giurisprudenza Commerciale*, vol. I, 1975, pp. 167 ss.

³⁶ Scialoja A., *"Il voto plurimo nelle società per azioni"*, in *Foro italiano*, I, 1925, pp. 785 ss.

³⁷ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., p. 24.

creazione di tali azioni onde evitare un ricorso indisciplinato che avrebbe snaturato l'istituto della società di capitali, e dall'ambiente imprenditoriale, le cui proposte erano quelle di subordinare l'emissione di azioni a voto plurimo ad un'esigenza di nominatività delle stesse e, in senso ancora più restrittivo, di possesso della cittadinanza italiana, si giunse ad una soluzione di compromesso che non pregiudicava gli interessi delle parti in gioco³⁸.

Tale soluzione coincise con l'atteggiamento di generale approvazione nei confronti della prospettata possibilità di introduzione nel nostro ordinamento delle azioni a voto limitato, un istituto giuridico che permetteva di comporre entrambe le tesi sul voto plurimo, andando a soddisfare, da un lato, le esigenze degli imprenditori italiani ed evitando, dall'altro, di stravolgere la disciplina delle società di capitali³⁹.

La Commissione incaricata della revisione del Codice di Commercio, chiamata Commissione D'Amelio dal nome dell'insigne giurista che la presiedeva, non fornì, infatti, un parere decisivo in tal senso, giustificando tale presa di posizione con la volontà di non influenzare la decisione futura del legislatore nell'ambito dei lavori preparatori alla realizzazione del Codice Civile⁴⁰.

2.2 *L'articolo 2351 del codice civile*

Furono queste le basi giuridiche ed economico-sociali sulle quali venne impiantata la struttura legislativa del Codice Civile del 1942: esso rappresentò indubbiamente la manifestazione più nitida di quel processo di uniformazione che, a partire dai primi anni del ventesimo secolo, coinvolse il titolo azionario, in qualità di mezzo privilegiato di

³⁸ Ungari P., *"I precedenti storici del vigente diritto delle società per azioni"*, in *Ricerca sulle società commerciali*, Collana dei Quaderni di studi di legislazione della Camera dei deputati, Roma, 1968, pp. 41 ss.

³⁹ Bione M., *Le azioni*, cit., p. 53.

⁴⁰ Commissione Reale per la Riforma dei Codici, Sottocommissione B, *"Codice di Commercio"*, vol. I, *Progetto*, e vol. II, *Relazione sul Progetto*, Roma, 1927.

circolazione dei diritti sociali, e il metodo di attribuzione dei diritti di voto all'interno delle società di capitali⁴¹.

Attraverso l'introduzione di una disciplina organica di diritto finanziario e societario, il Codice Civile ha conferito i tratti della tipicità normativa a gran parte degli aspetti peculiari della materia delle società di capitali, trasformando le azioni in strumenti finanziari caratterizzati da un marcato profilo di standardizzazione e spersonalizzazione.

L'intenzione del legislatore fu chiaramente quella di stimolare e agevolare ulteriormente la circolazione dell'azione in seguito alla notevole apertura dei mercati finanziari e al conseguente sviluppo dei mercati borsistici avvenuti in quegli anni; fenomeni che, in poco tempo, avrebbero trasformato radicalmente il mondo finanziario e le modalità di fare impresa: ne derivarono vantaggi sia per le società, che ottenevano una consistente estensione della base di raccolta finanziaria tra il pubblico dei grandi e piccoli investitori; sia per gli azionisti, che godevano di una maggiore liquidità del titolo e di meccanismi di funzionamento del mercato del controllo societario nettamente più efficienti⁴².

Il sistema delineato dal Codice Civile del 1942 risultava fortemente improntato al rispetto del principio di proporzionalità tra potere sociale e ricchezza finanziaria, in ragione del quale il filo conduttore dell'intera normativa societaria è costituito dall'idea di corrispondenza diretta tra numero di azioni e diritto di voto, seppur con qualche eccezione di rilievo non secondario⁴³.

All'interno del testo normativo, il tema dell'attribuzione dei diritti sociali è affrontato in numerose circostanze, le quali concorrono a delineare un quadro molto ben definito della situazione. Il legislatore del 1942 prescriveva, infatti, al comma primo dell'articolo 2350, che il possesso di un'azione conferiva necessariamente il diritto a una parte proporzionale degli utili netti e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione, oltre che, all'articolo 2370, comma primo, il diritto di intervento in assemblea e il diritto di farsi rappresentare nell'assemblea stessa nel successivo articolo 2372, comma primo.

Grande rilevanza presentano, allo stesso tempo, il disposto dell'articolo 2441, comma primo, in base al quale gli azionisti in essere di una società godono di un diritto di opzione

⁴¹ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *“Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo”*, cit., p. 23.

⁴² Jaeger P. G., *Il voto divergente nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1976, pp. 39 ss.

⁴³ Saggiocca M., *“Il definitivo tramonto del principio “un'azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”*, in *Rivista del Notariato*, 2015, p. 923.

tale per cui tutte le azioni di nuova emissione e le obbligazioni convertibili in azioni devono essere offerte in via prioritaria e opzionale ai soci, in rapporto diretto all'entità della loro partecipazione al capitale sociale e cioè in base al numero delle azioni possedute, e quello dell'articolo 2348, comma primo, che stabilisce l'uguaglianza formale e sostanziale dei diritti derivanti dal possesso azionario.

Quando si parla di uguaglianza in ambito azionario, si fa riferimento ad un concetto di uguaglianza relativa, e non certo assoluta. Alla luce dell'articolo 2348, comma secondo, del Codice Civile, è ammessa la possibilità di emettere tipi di azioni fornite di diritti diversi; ed è proprio all'interno di queste speciali categorie azionarie che deve essere rispettato il principio di uguaglianza, non potendo sussistere uguaglianza tra azioni con caratteristiche differenti, create con il deliberato proposito di concedere la possibilità ai soci di scegliere tra varie modalità di godimento dei diritti sociali.

Inoltre, all'interno della società non tutti gli azionisti godono degli stessi diritti; ciò è naturale conseguenza del fatto che esistono sia diritti esercitabili in maniera quantitativamente diversa, che dipendono esclusivamente dal numero di azioni detenute, sia diritti che presentano caratteristiche qualitative differenti, riconducibili, appunto, al possesso di azioni non appartenenti alla medesima classe. L'uguaglianza va intesa, dunque, da un punto di vista oggettivo, considerando che ogni azione conferisce gli stessi diritti in senso assoluto ed ogni socio è libero di determinare natura e quantità del possesso⁴⁴.

Ma il fulcro della disciplina in esame era contenuto indubbiamente all'interno dell'articolo 2351⁴⁵: in esso veniva affrontato l'argomento del diritto di voto e si ribadiva la possibilità di esulare parzialmente dal principio "un'azione, un voto" con l'obiettivo di creare categorie di azioni differenti da quelle ordinarie. Era previsto, dunque, che si potesse procedere all'emissione di azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con l'unico vincolo che la quantità di capitale sociale rappresentato da tali speciali classi di azioni non fosse superiore alla metà del patrimonio complessivo.

Al comma terzo dello stesso articolo 2351, invece, veniva disposto il divieto assoluto di emissione di azioni a voto plurimo: è a questo punto che si evince in maniera netta la

⁴⁴ Campobasso G.F., *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, cit., pp. 204 ss.

⁴⁵ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., pp. 24 ss.

volontà del legislatore del Codice Civile di voler operare una composizione tra i due principali orientamenti ideologici dell'epoca in materia di voto plurimo, dando vita ad un istituto, quello delle azioni a voto limitato, che era già contemplato all'interno del Codice di Commercio del 1882 e che fino a quel momento non aveva suscitato grande interesse, ma era stato formalmente prescelto per rappresentare, in quel preciso momento storico, uno strumento finanziario collocato a metà strada tra i due estremi, costituiti dalle azioni totalmente prive del diritto di voto e dalle azioni a voto plurimo⁴⁶.

Con l'introduzione delle azioni a voto limitato, il legislatore aveva creato un istituto mediante il quale era possibile ottenere parzialmente gli stessi effetti sortiti dalle azioni a voto plurimo e, al contempo, era riuscito a tenere a bada le preoccupazioni riguardo le tanto temute conseguenze sfavorevoli sul governo societario che l'ammissione del voto multiplo avrebbe portato con sé, in termini di concentrazione e cristallizzazione dei pacchetti azionari di controllo in mano a determinati soggetti e, dunque, impossibilità di realizzare scalate societarie, in risposta ad esigenze fisiologiche del mercato dettate da criteri di efficienza economica, e manifesta ostilità nei confronti del meccanismo della quotazione in borsa⁴⁷.

Tutti fenomeni, questi, che a ben vedere avrebbero determinato un sostanziale rallentamento del sistema di circolazione del titolo azionario e un irrigidimento del mercato finanziario, con evidenti ripercussioni negative sull'intera struttura economica del Paese⁴⁸.

⁴⁶ Angelici C., "Le azioni", in Schlesinger P. (diretto da), *Il codice civile. Commentario*, Giuffrè, Milano, 1992, pp. 185 ss.

⁴⁷ Campobasso G.F., *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, cit., pp. 211-213.

⁴⁸ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., "Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo", cit., p. 26.

3. L'introduzione delle azioni di risparmio

3.1 La legge n. 216 del 7 giugno 1974

L'assetto definito dal legislatore italiano nel 1942 non subì particolari modificazioni nell'impianto giuridico inerente la materia del diritto societario, e rimase sostanzialmente inalterato per un periodo particolarmente ampio, che si estende lungo un arco di più di trent'anni a partire da quando è stato emanato il Codice Civile.

Il principio cardine delle società di capitali, in base al quale deve esistere una necessaria corrispondenza tra potere sociale e partecipazione finanziaria dei soggetti impegnati nell'attività d'impresa, aveva trovato una modesta attenuazione proprio nelle disposizioni del corpus normativo del 1942, che aveva ammesso l'esistenza di azioni a voto limitato a particolari argomenti o subordinato a particolari condizioni non meramente potestative, potendo in tal modo sottrarre alla sfera giuridica propria di un numero di soci, che dovevano detenere al massimo un ammontare complessivo di capitale sociale pari alla metà dell'importo totale, il diritto di scegliere la propria rappresentanza nell'amministrazione societaria nella persona degli amministratori⁴⁹.

Ad accentuare ancor più questa tendenza intervenne la legge n. 216 del 7 giugno 1974⁵⁰, attraverso la quale il legislatore ribadisce la centralità del mercato mobiliare nell'ottica di un efficiente funzionamento del sistema economico generale, e introduce disposizioni atte a promuovere l'investimento azionario, istituendo le cosiddette azioni di risparmio, emettibili dalle società quotate in borsa⁵¹, e altresì orientate a garantire un maggior grado di trasparenza per quanto concerne gli assetti societari. Siamo di fronte ad un evento di particolare importanza nella storia della legislazione italiana per quanto riguarda la disciplina delle società di capitali: nel preciso istante in cui diviene possibile partecipare ad un'attività d'impresa acquistando azioni che non conferiscono alcun diritto di esprimere preferenze in merito alle scelte di governo societario, viene a mancare il

⁴⁹ La Sala G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, Giappichelli Editore, 2011, p. 13.

⁵⁰ Per una trattazione approfondita della materia, si veda Capriglione F. (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, CEDAM, 2010, pp. 86 ss.

⁵¹ Bione M., "Il voto multiplo: digressioni sul tema", in *Giurisprudenza Commerciale*, 2015, p. 668.

peculiare rapporto fiduciario che intercorre tra chi detiene la proprietà del capitale sociale e chi viene designato per l'amministrazione della società, che, fin dagli albori, ha costituito uno degli elementi distintivi della società di capitali nei confronti degli altri modelli societari.

Con la diffusione delle azioni a voto limitato, si era riusciti a circoscrivere il diritto di voto degli azionisti all'interno di specifici ambiti di interesse, pur conservando in capo al soggetto titolare il potere di intervenire e votare in sede di assemblea straordinaria; questa facoltà fu eliminata con lo strumento dell'azione di risparmio che escludeva il titolare da qualsiasi contesto associativo e consultivo, interno alla società, preposto all'implementazione di processi decisionali inerenti la conduzione dell'attività d'impresa⁵².

La legge n. 216 del 1974 aveva provveduto ad affiancare all'insieme di azionisti imprenditori, coloro che manifestano cioè un rilevante e concreto interesse nei confronti degli aspetti gestionali e amministrativi della società, la classe degli azionisti investitori, intendendo per tali tutti quei soggetti che sono disposti a rischiare il loro capitale in ottica soltanto del rendimento atteso dell'investimento, mostrandosi dunque totalmente disinteressati alle dinamiche sociali⁵³.

Lo stesso concetto di attività societaria, avente cioè i caratteri della collettività e della comunità nel senso più ampio dei termini, perdeva di ogni significato se considerato dall'angolo visuale dell'azionista di risparmio, in quanto il possesso di questa particolare tipologia di azioni lo rendeva totalmente estromesso dalla vita societaria e particolarmente distante dalla figura dell'azionista imprenditore, accostandolo piuttosto all'insieme di soggetti che presentano un rapporto di tipo obbligazionario con la società⁵⁴. Le azioni di risparmio, tuttavia, si differenziavano dalle azioni a voto limitato anche sotto un altro punto di vista: esse, infatti, se da un lato eliminavano ogni possibilità di partecipazione sociale del loro titolare, che pure continuava a sopportare, con il suo capitale, il rischio d'impresa alla stregua di qualsiasi altro azionista, dall'altro conferivano alcuni vantaggi di natura patrimoniale, che di solito venivano identificati con la priorità di rimborso delle quote azionarie in sede di liquidazione della società e con la

⁵² Angelici C., *Le azioni*, cit., p. 167.

⁵³ Bione M., *"Il voto multiplo: digressioni sul tema"*, cit., p. 668.

⁵⁴ Spada P., *"Le azioni di risparmio"*, in *Rivista di Diritto Civile*, vol. II, 1974, pp. 185 ss.

posticipazione, rispetto agli altri soci, della partecipazione alle perdite finanziarie che vanno a erodere il capitale sociale.

Il legislatore concede la facoltà di emettere azioni di risparmio soltanto alle società le cui azioni ordinarie sono quotate in borsa: il motivo di questa disposizione è abbastanza intuitivo e va rintracciato nella differente natura dei principi sottostanti l'esercizio dell'attività d'impresa sotto varie forme.

La società di capitali, nascendo in seguito alla necessità di ampliare la raccolta di risorse finanziarie tra il pubblico degli investitori con l'obiettivo di realizzare la distribuzione di costi, rischi e profitti, trova la sua ragion d'essere nella possibilità di ammettere alla negoziazione le azioni rappresentative del proprio patrimonio all'interno di un mercato finanziario altamente regolamentato, qual è quello rappresentato dalla borsa, istituito con il chiaro obiettivo di creare un ambiente di scambio all'interno del quale risultano notevolmente agevolate le operazioni di compravendita degli strumenti finanziari⁵⁵.

Proprio per questa ragione, la società di capitali con azioni quotate, a differenza di tutte le altre, presenta di solito un azionariato diffuso ed eterogeneo, che si mostra per natura molto ben disposto all'acquisto dell'azione di risparmio, in quanto viene a indebolirsi, o a mancare del tutto, il rapporto che intercorre tra socio e amministratore, trasferendo gli interessi della maggior parte dei soci dal contesto gestionale inerente ogni aspetto dell'amministrazione societaria al piano del mero rendimento finanziario dell'investimento nell'attività stessa⁵⁶.

⁵⁵ Campobasso G.F., *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, cit., p. 143.

⁵⁶ Bione M., *"Il voto multiplo: digressioni sul tema"*, cit., p. 669.

4. La Riforma delle società di capitali del 2003

4.1 Verso il progressivo sgretolamento del binomio tra diritto di voto e proprietà

Successivamente all'introduzione delle azioni di risparmio, l'orientamento ideologico dominante in materia di diritto di voto all'interno dell'ambiente giuridico ed economico fu rappresentato dal processo evolutivo scaturito in maniera diretta e naturale a partire dalla concezione, già insita nelle intenzioni del legislatore del codice civile e concretizzata in parte dalle disposizioni della legge n. 216 del 7 giugno 1974, riguardante la netta attenuazione del rapporto fiduciario esistente tra i soggetti che detengono la proprietà del capitale sociale e quelli che sono chiamati a rappresentarli nell'ambito della gestione amministrativa dell'organismo societario⁵⁷.

Un provvedimento normativo che riveste grande importanza all'interno dell'ordinamento giuridico italiano per quanto concerne la disciplina dei mercati finanziari, fu certamente il decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998, meglio noto come Testo Unico della Finanza, che venne ideato con l'obiettivo di dar vita a un corpus regolamentare di coordinamento in materia di intermediazione finanziaria, contenente tutte le norme fino a quel momento emanate e che andava a sostituirsi alla legislazione previgente.

Tuttavia, il grande valore dell'opera e la portata rivoluzionaria delle disposizioni introdotte con il Testo Unico della Finanza, testimoni dell'enorme sforzo compiuto dal legislatore nell'ottica dell'adeguamento della legislazione italiana all'evoluzione delle dinamiche in campo finanziario e societario che si era verificata a livello europeo ed internazionale, non modificarono affatto la disciplina del voto plurimo nelle società di capitali, bensì si limitarono ad apportare una serie di integrazioni al dettato degli articoli del codice civile già dedicati al tema in esame⁵⁸.

Significativo, a tal riguardo, è l'articolo 145 del Testo Unico della Finanza che, dopo aver rafforzato la previsione del codice civile secondo cui le azioni totalmente prive del diritto di voto possono essere emesse da società italiane con azioni ordinarie quotate in mercati

⁵⁷ Bione M., *"Il voto multiplo: digressioni sul tema"*, cit., pp. 668-669.

⁵⁸ Saggiocca M., *"Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto"*, cit., p. 923.

regolamentati italiani o di qualsiasi altro Paese europeo, a patto che la rinuncia sul piano dei diritti amministrativi comporti privilegi di natura patrimoniale⁵⁹, procede a perfezionarla ulteriormente attraverso la prescrizione inerente la necessità che l'atto costitutivo contenga precise disposizioni volte a determinare il contenuto del privilegio, oltreché le condizioni, i limiti, le modalità e i termini per il suo esercizio; in quella sede, è fatto obbligo di stabilire altresì i diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni, per qualsivoglia ragione, delle azioni ordinarie o delle azioni di risparmio⁶⁰.

Per questa via, oltre a concedere un elevato grado di libertà all'autonomia statutaria dei privati, si faceva in modo di alimentare il dibattito riguardo l'eventuale possibilità, da parte delle società di capitali con azione quotate, di emettere azioni prive del diritto di voto che non conferissero alcun tipo di vantaggio patrimoniale al loro titolare, permettendo la formazione di numerose tesi in merito, che avrebbero ricevuto risposta soltanto qualche anno dopo, con l'avvento della Riforma delle società di capitali⁶¹.

4.2 Azioni senza diritto di voto e strumenti partecipativi

La Riforma della disciplina delle società di capitali attuata nel 2003 ha segnato una svolta epocale nell'ambito della legislazione finanziaria e societaria del panorama italiano: il provvedimento in esame si fa portatore di una serie di trasformazioni giuridiche che innovano su più fronti la materia del diritto di voto.

⁵⁹ Saggiocca M., *“Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”*, cit., p. 923.

⁶⁰ Per una trattazione completa del tema, si veda Alpa G., Capriglione F., *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, CEDAM, 1998.

⁶¹ Per una trattazione approfondita delle tesi a favore sull'argomento, si veda Notari M., *Le categorie speciali di azioni*, in Abbadessa P., Portale G.B. (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gianfranco Campobasso, Torino, 2006, p. 593, e Abriani N., *Commento all'art. 2351*, in Cottino G. (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, p. 321. Posizione contraria è espressa invece in Santoro V., *Commento all'art. 2351*, in Sandulli M., Santoro V. (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, p. 148, e inoltre, Santosuosso D., *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei DD. Lgs. 17 gennaio 2003*, nn. 5 e 6, Milano, 2003, p. 85.

Nelle intenzioni del legislatore è possibile rintracciare l'obiettivo di conformare la realtà italiana agli sviluppi intervenuti nel dinamico contesto internazionale sulla scia del processo di globalizzazione che stava investendo i mercati finanziari⁶², fornendo in dotazione ai privati una gamma notevolmente più ricca di strumenti partecipativi attraverso i quali poter accrescere la base di finanziatori e altresì concedendo loro la possibilità di elaborare forme specifiche di raccolta del capitale adeguate alle esigenze del mercato⁶³.

L'elemento di maggior rilievo introdotto dal provvedimento normativo è certamente rappresentato dalla legittimazione all'emissione di azioni totalmente prive del diritto di voto, estendendo tale facoltà a tutte le società per azioni operanti nel nostro Paese, e dunque non più soltanto alle società con azioni quotate, e attuando così la più ampia deroga al principio "nessun azione senza voto"⁶⁴.

E' in questo modo che il legislatore italiano provvedere a realizzare in maniera definitiva la netta separazione del legame esistente tra potere gestorio e proprietà del capitale, fino ad allora espressione principale di quel criterio di attribuzione dei diritti sociali basato su una proporzionalità diretta tra possesso azionario e diritto di voto, che aveva rappresentato da sempre il modello generale di regolamento dei rapporti sociali all'interno delle società di capitali, attenuato solo in minima parte dall'introduzione delle azioni di risparmio⁶⁵; in aggiunta, tale disposizione ha come conseguenza rilevante quella di svuotare completamente di significato il principio in base al quale l'acquisto di azioni senza diritto di voto deve comportare necessariamente la fruizione di benefici di natura patrimoniale quale compensazione all'avvenuta rinuncia sul piano dei diritti sociali da parte dei soggetti titolari⁶⁶.

Si giunge, pertanto, all'eliminazione totale di ogni possibilità di ingerenza nella società da parte dei soci detentori di azioni senza diritto di voto: per questa classe di azionisti, la dimensione dell'esercizio in comune dell'attività d'impresa si riduce fino a scomparire, al

⁶² Per una trattazione approfondita della materia, si veda Capriglione F. (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, cit., pp. 122 ss.

⁶³ *Relazione al decreto legislativo del 17 gennaio 2003*, n 6, paragrafo 4.

⁶⁴ Pomelli A., "Rischio d'impresa e potere di voto nelle società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie", in *Giurisprudenza commerciale*, vol. I, 2008, p. 511.

⁶⁵ Ferrarini G., "Un'azione - un voto": un principio europeo?, in *Rivista delle Società*, 2006, pp. 24 ss.

⁶⁶ Per una trattazione approfondita degli orientamenti espressi in materia da autorevole dottrina, si veda Angelillis A., Vitali M. L., *Articolo 2351*, in Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Giuffrè, Milano, 2008, pp. 416 ss.

punto che non è loro concesso di partecipare né alla scelta dei soggetti che saranno chiamati a rappresentarli per quanto riguarda l'implementazione del processo decisionale in ambito amministrativo, né alla determinazione delle disposizioni statutarie che costituiscono le regole fondamentali di funzionamento dell'organo gestorio⁶⁷.

Viene a svanire del tutto il rapporto fiduciario intercorrente tra gli amministratori e i proprietari del capitale finanziario, rapporto che era stato mitigato ma tenacemente preservato anche in occasione dell'introduzione delle azioni a voto limitato, proprio in virtù del fatto che ha costituito da sempre uno tra gli elementi tipici dell'istituto della società di capitali⁶⁸.

L'acquisto di azioni senza diritto di voto rappresenta soltanto una tra le possibili modalità di partecipazione all'attività d'impresa tramite l'immissione di capitale di rischio nella società: questo aspetto è chiaramente intuibile dal dettato dell'art. 2351, comma secondo, modificato dal legislatore della Riforma del 2003, in modo da concedere all'autonomia statutaria la facoltà di prevedere la creazione di ulteriori tipi di azioni, quali sono quelle che conferiscono un diritto di voto limitato a particolari argomenti tra quelli elencati all'ordine del giorno in assemblea, quelle che pongono il loro titolare nella posizione di poter esercitare il diritto di voto in dipendenza del verificarsi di condizioni non meramente potestative e quelle che conferiscono la possibilità di usufruire di particolari benefici di natura patrimoniale o amministrativa, continuando a valere il vincolo secondo cui la misura delle azioni conferenti voto non pieno non possono eccedere la metà del capitale sociale⁶⁹.

Altro aspetto dalla portata decisamente innovativa è quello inerente l'estensione del diritto di rappresentanza a soggetti titolari di strumenti finanziari che non siano azioni rappresentative di quote del capitale sociale. Non possiamo fare a meno di notare, infatti, che l'art. 2351 c.c., comma quinto, così come modificato dalla Riforma delle società di cui trattasi, concede la facoltà, per le società di capitali, di procedere all'emissione di strumenti finanziari partecipativi che assegnano il diritto di voto in merito ad argomenti specificatamente indicati e che possono riservare ai loro titolari la nomina di un

⁶⁷ Zanmarone G., *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in Abbadessa P., Portale G.B. (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gianfranco Campobasso, UTET Giuridica, Torino, 2006.

⁶⁸ Pomelli A., *"Rischio d'impresa e potere di voto nelle società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie"*, cit., p. 511.

⁶⁹ Saggiocca M., *"Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto"*, cit., p. 924.

componente indipendente del consiglio di amministrazione della società, del consiglio di sorveglianza oppure di un sindaco. I membri così nominati saranno soggetti alle medesime norme previste per gli altri componenti dell'organo di cui faranno parte, e le disposizioni particolari inerenti gli argomenti e le modalità attraverso i quali tale diritto può essere espresso devono essere stabilite nello statuto⁷⁰.

Gli strumenti partecipativi cui si riferisce l'art. 2351 c.c. sono quelli già introdotti dal legislatore all'art. 2349, comma secondo, in base al quale *"l'assemblea straordinaria può altresì deliberare l'assegnazione ai prestatori di lavoro dipendenti della società o di società controllate di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti.*

In tal caso possono essere previste norme particolari riguardo alle condizioni di esercizio dei diritti attribuiti, alla possibilità di trasferimento ed alle eventuali cause di decadenza o riscatto", e all'art. 2346 comma sesto, dove viene espressamente prevista la possibilità che la società, "a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione".

La norma produce il duplice effetto, da un lato, di estendere notevolmente il raggio d'azione proprio dell'autonomia statutaria concessa ai privati e, dall'altro, di sollevare numerosi problemi riguardo l'aspetto del diritto di voto nelle società di capitali⁷¹.

Come si può facilmente intuire, la dimensione del potere sociale spettante ai soci per mezzo dell'esercizio del diritto di voto ne esce ridimensionata e, sotto altro punto di vista, anche pregiudicata, in quanto la possibilità di eleggere un componente di un organo gestionale societario, concessa ai detentori di titoli partecipativi diversi dalle azioni, attribuisce il diritto di rappresentanza anche a soggetti che non immettono nella società risorse finanziarie a titolo di capitale di rischio, e che quindi si pongono nei confronti dell'attività d'impresa nei termini di un mero rapporto di associazione in partecipazione⁷².

⁷⁰ Bione M., *"Il voto multiplo: digressioni sul tema"*, cit., p. 670.

⁷¹ Saggiocca M., *"Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto"*, cit., p. 925.

⁷² Bione M., *"Il voto multiplo: digressioni sul tema"*, cit., p. 670.

Una questione rilevante si pone altresì dal punto di vista interpretativo della norma in esame: giurisprudenza e dottrina sono sempre state divise in ordine al problema se, qualora si concretizzasse una situazione in cui è presente una molteplicità di strumenti partecipativi di diversa specie emessi dalla medesima società, i titolari di tali rapporti abbiano il potere di nominare un solo membro all'interno del consiglio di amministrazione, del comitato di sorveglianza o del collegio sindacale, oppure siano legittimati ad eleggere un rappresentante amministrativo per ogni classe di strumenti finanziari detenuti⁷³.

In quest'ultimo caso, il numero di amministratori indipendenti designati da soggetti non soci sarebbe comunque inferiore in numero alla metà più uno dei membri dell'organo di riferimento, in modo da preservare il potere decisionale di spettanza dei soci, già sensibilmente diminuito anche nella situazione in cui fosse concesso di eleggere un solo amministratore

4.3 *Il voto multiplo*

La Riforma delle società di capitali del 2003 ha provveduto a delineare un quadro ben definito in riferimento alla materia del diritto di voto all'interno delle stesse, generando una situazione di coesistenza di elementi consolidati e già da tempo presenti nel contesto legislativo italiano, prodotti spontanei dell'insieme di orientamenti ideologici che hanno caratterizzato il lungo processo storico attraverso il quale l'ordinamento normativo del nostro Paese ha preso forma e si è sviluppato negli anni, e di elementi caratterizzati da un elevato grado di innovazione, in quanto adottati in risposta ad esigenze tecniche e pratiche dettate dal progresso registrato nel mercato finanziario e

⁷³ Abriani N., *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in Cottino G. (diretto da), *Trattato di diritto commerciale, La società per azioni*, vol. IV, CEDAM, Padova, pp. 344 ss., 2010.

dalla necessità di garantire la competitività delle società italiane nel panorama europeo ed internazionale⁷⁴.

Se le azioni senza diritto di voto e le azioni con voto limitato possono essere considerate valide espressioni di quest'ultima categoria di elementi, al pari degli strumenti partecipativi con diritto di voto, stessa cosa non può dirsi a riguardo del voto multiplo.

Tra le disposizioni della Riforma delle società di capitali, infatti, fondamentale importanza è rivestita dalla ferma intenzione del legislatore di mantenere inalterato il divieto di emissione di azioni a voto multiplo, come ribadito in maniera esplicita dal comma quarto dell'art. 2351 c.c., che escludeva tassativamente ogni possibilità di creazione di strumenti partecipativi del capitale che attribuissero il diritto all'esercizio di un numero di voti superiori all'unità⁷⁵.

Il notevole rafforzamento dell'autonomia statutaria, registrato in seguito alla Riforma in questione, e ottenuto per mezzo della grande libertà concessa ai privati in merito alla scelta di un criterio di correlazione dei diritti sociali alla partecipazione finanziaria nella società, non si è spinto al punto da superare la concezione, da sempre insita nell'ordinamento italiano, che fosse possibile assegnare il diritto di voto in misura pari o inferiore rispetto alla mole di rischio finanziario assunto con la partecipazione alla società, ma non di certo in misura superiore ad esso⁷⁶.

E' in questo modo che il tradizionale principio "un'azione, un voto", nozione centrale del diritto finanziario e societario italiano, cui il legislatore ha sempre fatto ricorso come modello generale di riferimento sulla base del quale improntare la struttura finanziaria delle società di capitali ad un criterio di proporzionalità diretta tra potere sociale e ricchezza finanziaria, viene ad assumere tratti meno pronunciati e mantiene la sua inderogabilità in una sola direzione, potendo i privati scegliere liberamente di attuare le più svariate deviazioni da tale principio *in minus*, ma non certamente *in maius*, in modo da assegnare ai soggetti titolari di azioni un numero di voti proporzionalmente inferiore alla relativa quota di partecipazione nel capitale sociale⁷⁷.

⁷⁴ Saggiocca M., "Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto", cit., p. 925.

⁷⁵ Bione M., "Il voto multiplo: digressioni sul tema", cit., p. 669.

⁷⁶ Pomelli A., "Rischio d'impresa e potere di voto nelle società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie", cit., p. 511.

⁷⁷ Bione M., "Il voto multiplo: digressioni sul tema", cit., p. 673.

La scelta del legislatore di ribadire il divieto di emissione di azioni a voto multiplo e, al contempo, concedere la facoltà di prevedere la creazioni di azioni senza diritto di voto, potrebbe rivelarsi fonte di rilevanti perplessità qualora si arrivasse ad intuire la pressoché perfetta complementarità di tali strumenti finanziari e pertanto la possibilità che l'utilizzo di azioni senza diritto di voto e di azioni ordinarie all'interno di una società può portare ad una situazione non dissimile dal caso in cui vengano utilizzate azioni ordinarie e azioni a voto multiplo⁷⁸.

L'intenso dibattito sorto nel periodo immediatamente precedente alla Riforma delle società di capitali circa gli effettivi vantaggi, da un lato, che l'introduzione del voto plurimo avrebbe apportato sul sistema economico e su quello finanziario, e le inevitabili conseguenze meno desiderabili sulla struttura governativa delle società, dall'altro, unitamente al grande lavoro svolto da autorevole dottrina con l'obiettivo di giungere alla definizione di valide soluzioni ai problemi che l'eventuale ammissione del voto plurimo prospettava⁷⁹, testimoniamo senza ombra di dubbio come la decisione adottata dal legislatore in tema di azioni a voto multiplo sia stata frutto di una scelta consapevole e ponderata, maturata certamente non in conseguenza di un retaggio giuridico proveniente dalla storia della legislazione italiana riguardo le società di capitali⁸⁰, tradizionalmente ancorata al principio di proporzionalità per cui veniva assegnato un voto per ogni azione detenuta, ma alla luce di ciò che il legislatore ha ritenuto più adatto al contesto societario italiano dell'epoca, considerato anche in rapporto al panorama europeo ed internazionale⁸¹.

Nonostante la grande esigenza di protezione avvertita dalla classe imprenditoriale italiana nel corso dell'imponente processo di globalizzazione in atto all'inizio del ventunesimo secolo, il legislatore del 2003 ha ritenuto necessario ribadire il divieto di emissione di azioni a voto plurimo per evitare che la concentrazione e successiva cristallizzazione del controllo societario in mano a sparute minoranze azionarie potesse

⁷⁸ Angelici C., *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, Giuffrè, Milano, 2006, pp. 885 e 1683 ss.

⁷⁹ Santosuosso, D. U., *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei DD.Lgs. 17 gennaio 2003*, nn. 5 e 6, cit., p. 83.

⁸⁰ Stagno D'Alcontres A., *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini G., Stagno D'Alcontres A., vol. I, Jovene, Napoli, 2004, p. 302.

⁸¹ Saggiocca M., *"Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto"*, cit., pp. 925-926.

dar vita a rilevanti distorsioni dei meccanismi di mercato, compromettendo in tal modo l'ordinato ed efficiente svolgimento delle dinamiche economiche e finanziarie⁸².

Ed è proprio in vista del raggiungimento di questo obiettivo che il legislatore della Riforma ha ritenuto più opportuno ricorrere all'utilizzo delle azioni senza diritto di voto in luogo delle azioni a voto plurimo, in considerazione del fatto che gli strumenti partecipativi rappresentati dalle azioni a voto limitato e dalle azioni prive del diritto di voto consentono, nell'ottica del legislatore che ha adottato la soluzione in parola, di mantenere pressoché inalterato quel principio di proporzione tra potere e rischio che costituisce l'essenza della forma associativa della società di capitali⁸³, e che avrebbe ricevuto, invece, inevitabile pregiudizio dall'introduzione delle azioni a voto plurimo, rendendo estremamente concreta la possibilità che un numero eccessivamente ristretto di soci, in termini di quote di partecipazione al capitale sociale in rapporto al totale, fosse in grado di imporsi e assumere il governo della società⁸⁴.

In conclusione, è possibile affermare che le motivazioni alla base della scelta operata dal legislatore nel 2003 presentano una matrice di stampo prettamente tecnico, potendo rintracciare la funzione primaria della situazione di coesistenza delle azioni senza diritto di voto e del divieto di azioni a voto plurimo nel chiaro intento di mantenere stabile alla misura del venticinque per cento più uno del capitale sociale la quota minima di partecipazione azionaria da detenere al fine di acquisire il controllo della società⁸⁵.

La presenza in contemporanea delle azioni a voto multiplo e delle deviazioni dal principio di proporzionalità già riconosciute e ammesse dall'ordinamento, avrebbe permesso di abbassare ulteriormente tale soglia, fino a raggiungere livelli giudicati inappropriati al punto da snaturare l'essenza stessa del concetto di attività d'impresa svolta nella forma della società di capitali⁸⁶.

⁸² Abriani N., *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in Rivista di Diritto commerciale, vol. I, 2002, pp. 146 ss.

⁸³ Abriani N., *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, cit., pp. 303 ss.

⁸⁴ Bione M., *"Il voto multiplo: digressioni sul tema"*, cit., p. 674.

⁸⁵ Sagliocca M., *"Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto"*, cit., p. 926.

⁸⁶ Massella Ducci Teri B., *Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative*, in Rivista di Diritto Societario, vol. II, 2013, p. 761.

5. Il decreto *Competitività del 2014*

5.1 *Azioni a voto multiplo e società per azioni chiuse*

I primi anni del ventunesimo secolo sono stati caratterizzati dalla forte attenzione che il mondo giuridico ed economico ha riservato alla materia del diritto di voto nelle società di capitali, con particolare riguardo all'aspetto del voto plurimo.

Col passare del tempo, si è assistito ad un progressivo incremento del grado di interesse nei confronti del tema in parola, al punto che numerose sono state le indagini e le produzioni letterarie di stampo giuridico registrate, provenienti sia da organismi istituzionali sia da ambiti privatistici⁸⁷.

I lavori di maggior interesse sono senza dubbio rappresentati dagli studi effettuati in seno alla Commissione Europea, che hanno permesso di delineare con grande precisione la situazione in essere all'interno dei Paesi membri per quanto riguarda l'applicazione del principio di proporzionalità nelle società di capitali⁸⁸.

Il quadro che emerge dalle dettagliate ricerche svolte evidenzia un panorama altamente differenziato e tutt'altro che omogeneo, testimone del carattere estremamente specifico della disciplina del diritto di voto nelle società di capitali, che assume le proprie connotazioni in stretta dipendenza da variabili tipiche della realtà in cui si instaura, quali possono essere la struttura proprietaria delle società e la loro dimensione, oltre che il contesto economico particolare del Paese in cui viene considerata⁸⁹.

Per questa ragione, all'interno del vasto campione di Paesi esaminati nei vari studi, di solito coincidente con l'insieme dei Paesi che fanno parte dell'Unione Europea con l'aggiunta delle due maggiori realtà extraeuropee rappresentate da Stati Uniti e Giappone, non sembra possibile rintracciare esempi di ordinamenti normativi che

⁸⁷ Gli studi di maggior interesse sul tema sono il *"Report on the Proportionality Principle in the European Union"* preparato da Shearman & Sterling, Institutional Investor Services (ISS), European Corporate Governance Institute (ECGI) nel 2007, il *"Report on Issues Related to Takeover Bids"* del gennaio 2002 e il *"Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe"* del novembre 2002 prodotti dall'High Level Group of Company Law Experts.

⁸⁸ Shearman & Sterling, Institutional Investor Services (ISS), European Corporate Governance Institute (ECGI), *"Report on the Proportionality Principle in the European Union"*, 2007.

⁸⁹ Angelillis A., Vitali M. L., Notari M., *Azioni, artt. 2346-2362*, in Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 375.

prescrivono l'applicazione del principio di proporzionalità in senso stretto; più in generale, possiamo dividere il campione in due macrogruppi principali: un primo gruppo di Paesi con ordinamenti giuridici spiccatamente liberali che ammettono l'esistenza di deviazioni dal principio di proporzionalità in entrambe le direzioni; un secondo gruppo di Paesi che legittima soltanto l'emissione di azioni con diritto di voto limitato o assente, vietando fermamente l'istituto del voto multiplo⁹⁰.

E' in questo particolare contesto, contraddistinto da continui impulsi al miglioramento e all'uniformazione normativa, che il legislatore italiano, sulla scia degli orientamenti e delle raccomandazioni formulati dalla Commissione Europea circa la necessità di fare ricorso alle azioni a voto multiplo e a voto maggiorato nell'ottica di promuovere e incoraggiare l'investimento di lungo termine da parte degli azionisti, provvede all'aggiornamento della disciplina italiana delle società di capitali, attraverso l'emanazione del decreto legge numero 91 del 24 giugno 2014, convertito con modifiche dalla legge numero 216 dell'11 agosto 2014, recante disposizioni per l'attuazione immediata di adempimenti derivanti dalla normativa europea per il rilancio e lo sviluppo delle imprese⁹¹.

Con questo provvedimento normativo è stato modificato l'articolo 2351 del codice civile italiano e, per la prima volta nella storia del nostro Paese, è stata riconosciuta legittimità giuridica all'istituto del voto multiplo: il legislatore prevede, infatti, la possibilità che le società per azioni chiuse emettano azioni che conferiscono al loro titolare il diritto all'esercizio in assemblea di un numero di voti maggiore di uno ma pari al massimo a tre, con l'obbligo di regolare in dettaglio termini e modalità di emissione dei titoli e di esercizio del voto nello statuto della società⁹².

La portata rivoluzionaria delle modifiche apportate al comma quarto dell'articolo 2351 del codice civile si rinviene nella previsione per cui diviene possibile addirittura condizionare l'esercizio del diritto di voto plurimo alle decisioni su un insieme particolare di argomenti, adeguatamente predeterminato dall'autonomia statutaria, ed anche subordinarlo al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative, non soggette, cioè, alla decisione di un socio o di un organo amministrativo, ma dipendenti dal

⁹⁰ Pomelli A., *"Rischio d'impresa e potere di voto nelle società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie"*, cit., p. 549.

⁹¹ Saggiocca M., *"Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto"*, cit., p. 934.

⁹² Abriani N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto: prime considerazioni*, in Società e Contratti. Bilancio e Revisione, 2014, p. 12.

futuro manifestarsi di eventi incerti, di cui lo statuto deve prevedere accuratamente anche le modalità di accertamento.

In mancanza di particolari divieti imposti dal legislatore, accanto alla fattispecie del diritto di voto plurimo limitato o condizionato, diviene ipotizzabile ammettere l'esistenza anche di un'altra configurazione del voto multiplo, riconducibile alla possibilità di emettere azioni che conferiscono originariamente un diritto di voto plurimo e che perdono tale privilegio in sede di deliberazione assembleare in merito a particolari argomenti, o in seguito al verificarsi di particolari condizioni, anche stavolta qualificate come non potestative; non sembra doversi escludere neanche la situazione di coesistenza tra strumenti dotati di voto plurimo limitato o condizionato e strumenti ordinari che acquisiscono tale facoltà in situazioni speciali⁹³.

Le disposizioni introdotte con il decreto legge in parola, rendono manifesta l'intenzione del legislatore riguardo la necessità di dotare la classe imprenditoriale italiana di strumenti finanziari atti a garantire l'adeguamento del sistema economico e finanziario italiano all'evoluzione intervenuta nel contesto internazionale, in modo da compiere passi in avanti in direzione della tanto auspicata opera di armonizzazione della struttura normativa europea⁹⁴.

Numerosi sono gli aspetti che testimoniano l'elevato grado di opportunità e adeguatezza con cui le nuove regole si sono inserite nel contesto italiano, caratterizzato tradizionalmente da un tessuto imprenditoriale di medie e piccole dimensioni, con un'incidenza particolarmente alta di società a conduzione familiare.

L'ammissione del voto plurimo nelle società per azioni chiuse apporta numerosi vantaggi a quella classe di imprenditori che non dispongono di risorse finanziarie particolarmente consistenti, nel senso che permette loro di mantenere saldo nelle proprie mani il controllo del governo societario, al contempo ammettendo la possibilità che finanziatori esterni scelgano di partecipare all'attività d'impresa immettendo nella società una quantità considerevole di capitale⁹⁵. La disposizione in esame interviene in un periodo di grandi cambiamenti nell'ambito dei mercati finanziari, ed una tra le tante manifestazioni

⁹³ Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *"Categorie di azioni a voto plurimo fidelizzanti"*, Orientamento n. 48/2014.

⁹⁴ Sagliocca M., *"Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto"*, cit., p. 934.

⁹⁵ Casella M., *"Legittimità del voto scalare nelle società per azioni"*, in *Rivista delle società*, 1973, p. 429.

dei fenomeni in atto può essere rintracciata nella notevole diffusione di organismi istituzionali, indicati come fondi comuni di investimento o fondi pensione, che svolgono la tipica attività di raccolta su larga scala del capitale, tra il pubblico dei grandi e piccoli risparmiatori, e investimento massiccio in strumenti finanziari, dei quali la maggior parte è rappresentato da investimenti in titoli partecipativi di società per azioni.

Per questa ragione, l'utilizzo dello strumento azionario a voto multiplo consente di realizzare una perfetta corrispondenza tra le esigenze di controllo dell'imprenditore, per il quale si rende possibile mantenere saldo il potere di influire concretamente sulle scelte di governo societario attraverso il diritto all'esercizio di un numero di voti superiore all'unità conseguente all'acquisto di azioni a voto plurimo, e gli obiettivi dei fondi di investimento, interessati solamente al rendimento monetario dell'investimento effettuato e poco propensi a prospettive di ingerenza nel governo della società, che saranno in tal modo orientati all'acquisto di titoli partecipativi nella forma di azioni ordinarie o di azioni a voto non pieno, in grado di conferire loro la possibilità di immettere elevate quantità di capitale sociale senza il conseguente obbligo di prendere parte alla gestione societaria⁹⁶.

A beneficiare di questi provvedimenti sono anche e soprattutto le imprese a conduzione familiare, particolarmente radicate nella tradizione societaria italiana⁹⁷. In queste realtà, è particolarmente avvertita l'esigenza di conservare il potere decisionale in mano ad un numero molto ristretto di soci, di solito coincidenti con i soggetti cui è affidata la gestione e appartenenti al gruppo familiare che ha istituito la società, e tra i quali si instaura un rapporto molto diretto e personale, impossibile da realizzare nell'ambito di società a base azionaria diffusa caratterizzate dalla tipica divisione tra proprietà della ricchezza finanziaria e gestione sociale, che ha da sempre costituito il motivo principale della generale ostilità alla quotazione e all'allargamento del nucleo di soci⁹⁸.

Alla luce di ciò, l'utilizzo delle azioni a voto multiplo potrebbe rappresentare la soluzione definitiva al generalizzato problema di agenzia nelle società di capitali⁹⁹, avvertito specialmente in quelle a dimensione familiare, attraverso lo sfruttamento delle peculiari caratteristiche che scaturiscono dalla loro configurazione, appositamente concepita in

⁹⁶ Casella M., *"Legittimità del voto scalare nelle società per azioni"*, cit., p. 429.

⁹⁷ Angelillis A., Vitali M. L., Notari M., *Azioni, artt. 2346-2362*, cit., p. 473.

⁹⁸ Abriani N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto: prime considerazioni*, cit., p. 15.

⁹⁹ Masulis R.W., Wang C., Xie F., *Agency Problems at dual-class companies*, *The Journal of Finance*, vol. 4, 2009, pp. 1697-1727.

ordine a tale problema, in virtù delle quali diviene possibile affidare la gestione a soggetti scelti in rappresentanza del gruppo di soci, pur restando in capo a questi ultimi la titolarità della proprietà finanziaria della società¹⁰⁰.

5.2 Società quotate e azioni a voto maggiorato

Spostando l'attenzione sulle modifiche legislative introdotte con riferimento alla disciplina delle società quotate, si nota chiaramente il differente trattamento riservato dal legislatore alle società per azioni aperte, intendendo con tale espressione tutte quelle società il cui capitale è rappresentato da azioni ammesse alla quotazione in un mercato regolamentato oppure da azioni che sono diffuse tra il pubblico in misura rilevante, secondo i parametri stabiliti in proposito dalla Consob¹⁰¹.

Le ragioni alla base delle scelte compiute dal legislatore in tal senso sono da ricercare nella diversa natura degli obiettivi che lo stesso intendeva perseguire con i provvedimenti in esame, in risposta agli orientamenti manifestati dalla classe imprenditoriale italiana circa la necessità di adeguamento al contesto internazionale, e altresì alle raccomandazioni provenienti dagli ambienti europei nell'ottica dell'armonizzazione della disciplina finanziaria e societaria.

Il divieto di emettere azioni a voto plurimo, la cui abolizione era divenuta strettamente necessaria nell'ambito delle società di capitali chiuse, continuava a rivestire un'importanza fondamentale per la disciplina delle società aperte, poiché i problemi di concentrazione e cristallizzazione del potere azionario in capo ad una minoranza eccessivamente ristretta di soci, conseguenze naturali della facoltà di esercitare il diritto di voto in quantità non proporzionale all'entità della partecipazione monetaria specie nelle società di capitali a larga base azionaria, costituivano un serio ostacolo alla volontà

¹⁰⁰ Saggiocca M., *“Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”*, cit., p. 935.

¹⁰¹ Per una trattazione approfondita della regolamentazione in materia di mercati borsistici, si veda Capriglione F. (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, cit., pp. 943 ss.

del legislatore di concorrere alla realizzazione di uno scenario finanziario in cui la struttura partecipativa delle società fosse improntata a criteri di flessibilità e variabilità¹⁰².

In questa prospettiva, il divieto di voto plurimo, in aggiunta all'introduzione di strumenti partecipativi del capitale sociale non perfettamente rispondenti alla logica del principio di proporzionalità, avrebbero permesso di ottenere un consistente incremento nel grado di liquidità delle azioni e della facilità di smobilizzo dell'investimento in titoli, evitando di esporre i soci di un'impresa prossima alla quotazione o ad un aumento di capitale, al rischio di veder diluito il valore del proprio investimento azionario, che rappresentava da sempre uno dei principali motivi, tra gli altri, della manifesta ostilità della classe imprenditoriale italiana all'ingresso in borsa delle proprie società¹⁰³.

E' proprio per questo motivo che il legislatore del decreto Competitività, pur ammettendo la possibilità che le società per azioni chiuse, che abbiano emesso azioni a voto plurimo in periodi antecedenti rispetto al momento della quotazione in borsa, possano mantenere in vita tale categoria di azioni anche successivamente¹⁰⁴, ribadisce il divieto di voto multiplo nelle società di capitali ma, al contempo, si adopera per fornire all'autonomia privata gli strumenti necessari al raggiungimento dei predetti obiettivi, di stampo sia pubblicistico che privatistico.

Assistiamo, infatti, alla legittimazione nel nostro ordinamento di nuove modalità attraverso le quali procedere all'attribuzione del diritto di voto in relazione alla partecipazione finanziaria, che mutano sostanzialmente anche la materia delle società di capitali, come è possibile intuire dalla nuova formulazione dell'articolo 2351 del codice civile, modificato dal decreto Competitività, e dall'introduzione dell'articolo 127-quinquies del Testo Unico della Finanza, ad opera del decreto legge numero 3 del 24 gennaio 2015.

Il comma terzo dell'articolo 2351 c.c. stabilisce che è rimessa all'autonomia statutaria la facoltà di prevedere che il diritto di voto conferito da qualsiasi tipo di azione sia limitato a una misura massima, in relazione alla quantità delle azioni possedute da uno stesso soggetto, e altresì di disporre scaglionamenti.

¹⁰² Sagliocca M., *"Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto"*, cit., p. 943.

¹⁰³ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., p. 59.

¹⁰⁴ Sagliocca M., *"Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto"*, cit., p. 943.

Se consideriamo, invece, il dettato dell'articolo 127-quinquies del Testo Unico della Finanza, ci troviamo di fronte ad una situazione completamente nuova nella storia della regolamentazione italiana in tema di società di capitali: il legislatore, tramite l'opera di modifica e integrazione normativa di recente attuata in ambito finanziario, istituisce ufficialmente in Italia l'istituto del voto maggiorato, da sempre particolarmente apprezzato da numerose legislazioni europee e punto cardine degli ordinamenti societari dei rispettivi Paesi, tra i quali in prima linea troviamo la Francia, per tradizione ancorata stabilmente all'utilizzo di un principio di proporzionalità derogato solamente dalla tipologia azionaria delle cosiddette *loyalty shares*¹⁰⁵.

Il meccanismo di maggiorazione del voto azionario consiste nell'attribuzione di un diritto all'esercizio del voto in quantità superiori (il tetto massimo è fissato a due voti) rispetto alla situazione di normale possesso azionario da parte del socio titolare, nell'intento di formalizzare un premio di fedeltà per tutti quegli azionisti di lungo corso che mantengono il possesso degli strumenti partecipativi azionari per un periodo continuativo di durata considerevole¹⁰⁶, specificato nello statuto e per legge non inferiore a ventiquattro mesi dal momento dell'acquisto.

Lo statuto ha altresì il compito di prevedere le modalità per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti, nel rispetto del regolamento Consob contenente le disposizioni di attuazione dell'articolo 127-quinquies del Testo Unico della Finanza, al fine di assicurare la trasparenza degli assetti proprietari e l'osservanza delle norme in materia di società di capitali.

Affrontando il problema da un punto di vista prettamente tecnico, notiamo che l'articolo in esame distingue chiaramente le azioni a voto maggiorato dall'insieme di deviazioni dal principio di proporzionalità fin qui elencate, e stabilisce che esse non costituiscono una speciale categoria azionaria ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile, potendo piuttosto comparare l'istituto del voto di fedeltà ad una clausola utilizzabile dall'autonomia statutaria in grado di modificare il criterio stesso di attribuzione del diritto di voto agli

¹⁰⁵ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *“Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo”*, cit., pp. 33-39.

¹⁰⁶ Massella Ducci Teri B., *“Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative”*, cit., p. 765.

azionisti in funzione della loro partecipazione al capitale sociale¹⁰⁷. L'elemento distintivo dell'istituto del voto plurimo è rappresentato proprio dal fatto che esso conferisce un privilegio di cui ogni socio può beneficiare, a prescindere dalla particolare tipologia azionaria di cui lo stesso è titolare, connaturato solamente ad un fattore personale misurato in riferimento al periodo temporale di detenzione dello strumento azionario¹⁰⁸. Ed è per questi motivi che il voto maggiorato non può essere in nessun modo considerato una violazione del divieto di voto plurimo: i titoli a voto maggiorato non danno luogo ad alcuna speciale categoria azionaria e non permettono, pertanto, di favorire direttamente o indirettamente l'operato di ristretti gruppi azionari intenzionati ad ottenere il controllo societario attraverso partecipazioni minoritarie; né vanno a configurare, allo stesso tempo, violazione dei principi alla base del modello associativo della società di capitali, primo tra tutti il principio di uguaglianza dei soci, alla luce del fatto che la maggiorazione del voto è legata ad aspetti inerenti la dimensione personale di ogni socio e non al verificarsi di circostanze esterne alla sua sfera giuridica, ed è quindi ottenibile indipendentemente da ogni soggetto titolare di qualsivoglia strumento azionario della società¹⁰⁹.

Non a caso, il comma terzo dell'articolo 127-quinquies dispone che il beneficio del voto maggiorato è perduto dal socio titolare qualora si verificasse la cessione a titolo oneroso o gratuito dell'azione conferente tale diritto.

Nelle intenzioni del legislatore in tema di voto maggiorato è possibile rintracciare la stessa matrice logica che qualche anno prima lo aveva portato ad introdurre, per mezzo dell'articolo 127-quater del Testo Unico della Finanza, il meccanismo di maggiorazione dei dividendi¹¹⁰, tale per cui veniva concessa la facoltà di stabilire particolari modalità di assegnazione di dividendi extra in conseguenza del soddisfacimento di determinate condizioni, anche stavolta legate a circostanze strettamente personali inerenti l'attività

¹⁰⁷ Saggiocca M., *“Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”*, cit., p. 944.

¹⁰⁸ Busani A., Saggiocca M., *“Le azioni non si contano ma si “pesano”: superato il principio one share one vote con l’introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato”*, in *Società*, 2014, p. 1058.

¹⁰⁹ Massella Ducci Teri B., *“Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative”*, cit., p. 765.

¹¹⁰ Sacco Ginevri A., *L’attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in *Rivista di Diritto Societario*, 2012, p. 231,

del socio, tra le quali si rintraccia quella legata alla detenzione delle azioni per un periodo di tempo prolungato¹¹¹.

Le motivazioni alla base delle scelte che hanno portato all'attuazione di provvedimenti differenti per le due tipologie societarie è da ricercare nella natura profondamente eterogenea delle finalità che il legislatore del decreto Competitività ha intenzione di perseguire con tali disposizioni.

Per quanto riguarda le società di capitali chiuse, infatti, l'abolizione del divieto di voto plurimo risponde all'esigenza del legislatore di rendere disponibili ulteriori modalità di reperimento delle risorse finanziarie di cui le società necessitano nella loro attività, in modo da estendere la base di raccolta del capitale sociale attraverso la possibilità concessa ai privati di configurare una maggiore varietà di strumenti azionari con caratteristiche tecniche che meglio si adeguano allo scopo.

Se consideriamo le società di capitali aperte, invece, è possibile notare che l'interesse tutelato dal legislatore si discosta notevolmente da quello menzionato per le società chiuse, in quanto le azioni di fedeltà a voto maggiorato si presentano appositamente strutturate alla stregua di strumenti partecipativi in grado di favorire la creazione e diffusione di una concezione imprenditoriale orientata al perseguimento di obiettivi di lungo termine nella conduzione della società, abbinata naturalmente alla realizzazione di indirizzi stabili di gestione, da ottenere attraverso l'aspetto della detenzione dell'azione per un periodo di tempo prolungato¹¹².

Si è cercato, per questa via, di dare vita ad una classe di azionisti caratterizzati da un elevato livello di fedeltà alla causa societaria, con la conseguenza di incrementare l'interesse con cui i soggetti partecipano ad ogni ambito dell'attività d'impresa, sia per quanto riguarda l'amministrazione sia in materia di monitoraggio e controllo di gestione, dotandoli di uno strumento come il voto maggiorato che potesse conferire loro il potere effettivo per raggiungere i suddetti obiettivi in un'ottica di lungo termine¹¹³.

A ciò si aggiunge l'aspetto, di rilevanza non secondaria, concernente gli effetti benefici che l'affermazione di una simile struttura societaria arreca alla stabilità economica e

¹¹¹ Sagliocca M., *"Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggioranza del voto"*, cit., p. 945.

¹¹² Massella Ducci Teri B., *"Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative"*, cit., p. 765.

¹¹³ Sagliocca M., *"Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggioranza del voto"*, cit., p. 943.

finanziaria dell'intero mercato, permettendo la creazione di un efficiente processo di formazione dei prezzi e riducendo la variabilità dei prezzi degli strumenti finanziari, fattori essenziali per la diffusione e valorizzazione dei principi alla base del buon funzionamento del sistema di scambi, primo fra tutti, il principio di certezza dell'informazione finanziaria e di trasparenza degli assetti societari¹¹⁴.

¹¹⁴ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *“Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo”*, cit., p. 59.

Capitolo 2

Principali eccezioni al principio di proporzionalità

1. Natura delle deroghe al principio “un’azione, un voto”

1.1 Quale futuro per il principio di proporzionalità?

Durante tutto l’arco temporale che ha visto la società di capitali affermarsi gradualmente come modello elettivo delle imprese di media e grande dimensione in particolare, ma molto diffuso anche tra quelle di dimensione ridotta, per lo svolgimento dell’attività economica in forma associativa¹¹⁵, il problema della ricerca di un sistema ideale di attribuzione dei diritti sociali ai soggetti partecipanti al capitale, in virtù dell’entità della quota di partecipazione finanziaria detenuta da ognuno, ha costantemente occupato un posto di rilievo centrale nelle preoccupazioni degli economisti e della classe imprenditoriale in virtù della necessità di trovare un criterio atto a massimizzare il valore economico e finanziario dell’organismo societario, e altresì nelle intenzioni del legislatore di fornire ai privati regole idonee a favorire l’ordinato ed efficiente svolgimento dell’attività d’impresa, provvedendo alla formazione di una dimensione giuridica in cui fosse garantita l’equa distribuzione dei diritti sociali tra gli appartenenti al capitale¹¹⁶.

E’ in questo modo che la maggior parte degli ordinamenti normativi dei Paesi in cui il fenomeno della società di capitali ha fatto registrare una notevole diffusione ha manifestato, sin dalle origini, un atteggiamento di generale predilezione nei confronti del principio di proporzionalità, secondo il quale, come in precedenza più volte ricordato, si associa in via diretta (“*one share, one vote*”) il diritto di voto al possesso del titolo azionario, eleggendolo a modello di riferimento per la scelta di un meccanismo di

¹¹⁵ Campobasso G.F., *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, cit., p. 141.

¹¹⁶ Alvaro S., Ciavarella A., D’Eramo D., Linciano N., “*Le deviazioni dal principio un’azione-un voto e le azioni a voto multiplo*”, cit., pp. 12-17.

correlazione dei diritti sociali all'impegno finanziario del socio, alla luce della sua presunta capacità di conciliare in maniera ideale proprietà finanziaria e potere sociale¹¹⁷.

L'affermazione del principio di proporzionalità è diretta conseguenza dell'associazione ideologica tra capitale immesso nella società e rischio d'impresa, e della ferma convinzione, radicata storicamente nell'ambiente giuridico italiano, che, nei limiti in cui il capitale sociale viene inteso come strumento di misurazione del rischio sopportato¹¹⁸, è necessario stabilire una corrispondenza diretta tra numero di azioni possedute e diritto di incidere sulle scelte da compiere in sede amministrativa, facendo in modo di conferire la adeguata dose di potere decisionale ai soggetti che detengono la maggiore quota di partecipazione nel patrimonio della società, e che, proprio per questo motivo, sono esposti in misura maggiore alle conseguenze derivanti da tali scelte¹¹⁹.

A supporto di tale teoria, troviamo una serie di principi economici che, nonostante i numerosi orientamenti divergenti provenienti dalla giurisprudenza, e altresì da varie correnti di pensiero di stampo microeconomico¹²⁰, hanno portato al riconoscimento legislativo del principio di proporzionalità quale modello di attribuzione dei diritti sociali in grado di garantire, in condizioni generali, il più alto livello di efficienza distributiva all'interno delle società di capitali.

Nei criteri della logica economica, utilizzare un modello di correlazione tra proprietà e diritti che assegna il potere di controllare la società al soggetto titolare della più importante quota di partecipazione al capitale sociale, significa che le scelte in ambito gestionale e amministrativo saranno compiute con il consenso determinante di colui che ha investito nella società la parte maggiore del patrimonio della stessa. Di conseguenza, il socio maggioritario sopporterà un'elevata mole di rischio, e sarà naturalmente incentivato, più di qualsiasi altro socio, a governare l'organismo sociale nell'ottica del perseguimento dell'interesse collettivo e della massimizzazione del valore della società, scoraggiando qualsiasi iniziativa rivolta alla realizzazione di interessi personali o non

¹¹⁷ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *“Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo”*, cit., p. 9.

¹¹⁸ Lamandini M., *“Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto”*, XXVIII Convegno di studio, Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati, Courmayeur, 2014.

¹¹⁹ Jensen M.C., Meckling W.H., *“Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure”*, Journal of Financial Economics, vol. 3, 1976, pp. 305–360.

¹²⁰ Per una trattazione approfondita della materia si veda Burkart M., Lee S., *“One Share-One Vote: The Theory”*, Review of Finance, vol. 12, 2008, pp. 1-49.

coincidenti con il bene dell'impresa, al fine di ottenere un rendimento finanziario positivo dell'investimento effettuato¹²¹.

A partire dai primi anni del nuovo millennio, il tema dell'identificazione di un metodo ideale di assegnazione dei diritti sociali ha ricevuto sempre maggiore attenzione e ha dato vita ad un intenso dibattito, che ha riguardato soprattutto il contesto della legislazione europea. Alla luce di questa situazione, la Commissione Europea ha iniziato prontamente a svolgere una preziosissima attività di ricerca attraverso la realizzazione di numerosi studi aventi ad oggetto proprio la struttura finanziaria e partecipativa delle imprese operanti sul territorio europeo, con lo scopo di delineare i tratti generali della disciplina finanziaria e societaria, in tema di diritti di voto e corrispondenza tra proprietà del capitale e potere sociale, in vigore nei Paesi dell'Unione e provare a formulare una soluzione ottimale di comune applicazione in vista degli obiettivi di uniformazione legislativa¹²².

Tra gli esempi più rilevanti di questa produzione scientifica possono essere annoverati i lavori dell'*High Level Expert Group on Company Law* che, sia all'interno del "*Report on Issues Related to Takeover Bids*" del 10 gennaio 2002 sia con il "*Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*" del 4 novembre 2002, ha espressamente portato all'attenzione la necessità, per le società di capitali operanti in Europa, dell'adozione del principio di proporzionalità quale strumento fondamentale per la realizzazione dei numerosi progetti di armonizzazione della crescita economica e di creazione di un mercato unico europeo¹²³.

A questi si aggiungono gli *Action Plan* delineati negli anni dalla Commissione Europea e, inoltre, il lavoro dalla stessa predisposto, e realizzato unitamente dall'*Institutional Investor Services*, dallo *European Corporate Governance Institute* e dallo studio legale *Shearman & Sterling* nel 2007, dal titolo "*Report on the Proportionality Principle in the European Union*", che ha analizzato la struttura patrimoniale e azionaria di un campione composto da più di quattrocento imprese operanti nel territorio di sedici Stati membri

¹²¹ Spolidoro M. S., "*Il voto plurimo: i sistemi europei*", XXVIII Convegno di studio, Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati, Courmayeur, 2014.

¹²² Per una trattazione approfondita della materia inerente l'armonizzazione del diritto finanziario e societario in Europa si veda Ferrarini G., "*Un'azione - un voto: un principio europeo?*", in *Rivista delle Società*, 2006, pp. 24 ss.

¹²³ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., "*Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo*", cit., p. 9.

dell'Unione Europea e ha fornito il quadro complessivo concernente l'effettivo utilizzo del principio di proporzionalità e delle modalità alternative di correlazione dei diritti sociali alla partecipazione finanziaria al loro interno.

L'attività di ricerca ha fatto luce su una realtà che si presenta alquanto disomogenea e frastagliata, evidenziando lo stretto legame esistente tra la struttura partecipativa e finanziaria delle società in un determinato Paese e gli elementi della tradizione culturale, economica e legislativa dello stesso, che nella grande maggioranza dei casi ha condotto alla concessione, da parte degli ordinamenti normativi, della possibilità di derogare ampiamente all'utilizzo del principio di proporzionalità in senso stretto, attraverso la previsione di modalità alternative di attribuzione dei diritti sociali in relazione alla partecipazione finanziaria del socio al capitale¹²⁴.

E' possibile riscontrare l'esistenza di due gruppi principali di eccezioni dal principio di proporzionalità, identificati con il termine di *Control Enhancing Mechanisms (CEMs)*, all'interno dei quali rientrano tutte le fattispecie largamente in uso presso i Paesi oggetti di studio¹²⁵.

In primo luogo, si fa riferimento all'insieme di sistemi di correlazione tra proprietà finanziaria e potere sociale, più propriamente conosciuti come strumenti di rafforzamento del controllo (*Leveraging voting power mechanisms*), che producono l'effetto di determinare uno squilibrio in senso maggioritario del numero di voti che vengono attribuiti ad un soggetto in relazione all'entità della quota di capitale sociale di cui lo stesso è titolare; in questo modo, il principio di proporzionalità viene derogato a beneficio di una situazione in cui il potere decisionale è assegnato in maniera più che proporzionale rispetto alla mole di rischio sopportato¹²⁶.

Di questo gruppo fanno parte gli istituti giuridici rappresentati dalle azioni a voto plurimo e dalle azioni senza diritto di voto, molto spesso riconosciuti formalmente dagli ordinamenti legislativi, che concedono altresì ampia libertà all'autonomia privata con la possibilità di creare categorie particolari di azioni e prevedere la loro regolazione nello statuto; accanto a queste, troviamo una serie di pratiche, non sempre legali, che consentono spesso di ottenere sostanzialmente gli stessi risultati di alcune classi di

¹²⁴ Angelillis A., Vitali M. L., Notari M., *Azioni*, artt. 2346-2362, cit., p. 375.

¹²⁵ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., p. 7.

¹²⁶ Spolidoro M. S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei"*, cit., 2014.

strumenti finanziari, adottate dai privati in alternativa ai metodi previsti dall'ordinamento e disciplinate in maniera differente da giurisdizione a giurisdizione, costituiti dalle strutture di gruppo piramidali e dalle partecipazioni incrociate¹²⁷.

Passando al secondo gruppo di eccezioni al principio di proporzionalità, al suo interno troviamo tutti quei metodi di assegnazione dei diritti di voto che sortiscono l'effetto contrario rispetto ai meccanismi di rafforzamento del controllo e che vengono definiti meccanismi di *Lock-in (Mechanisms used to lock-in control)*, in quanto la loro previsione nello statuto della società persegue il deliberato obiettivo di salvaguardare la stabilità del controllo societario, nel senso che viene preclusa a qualsiasi soggetto la possibilità di acquistare un numero di azioni tale da conferire allo stesso il potere decisionale assoluto in merito alle scelte di governo societario¹²⁸.

Il principio alla base di questa concezione è quello secondo il quale l'efficienza della gestione societaria è rintracciata in un assetto governativo caratterizzato dalla presenza di una pluralità di soggetti, che possano garantire la stabilità degli indirizzi di gestione e la realizzazione dell'interesse collettivo, a differenza di una situazione in cui un unico socio detiene il controllo dell'intera compagine sociale.

1.2 Tradizione e progresso a confronto

La storia della legislazione italiana in materia di società di capitali, come già illustrato in precedenza, mostra chiaramente come la struttura della forma associativa in parola e gli elementi peculiari che la caratterizzano, siano stati protagonisti di un processo di standardizzazione normativa che si è sviluppato lungo tutto il ventesimo secolo, producendo, in determinati ambiti di interesse, gradualmente ma consistenti riduzioni dei margini di libertà riconosciuti all'autonomia statutaria¹²⁹.

¹²⁷ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., pp. 19 e 22.

¹²⁸ Spolidoro M. S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei"*, cit., 2014.

¹²⁹ Jaeger P. G., *Il voto divergente nella società per azioni*, cit., pp. 39 ss.

Per quanto attiene al principio “un’azione, un voto”, il concetto di proporzionalità diretta tra numero di azioni possedute e diritti sociali ha rappresentato, in modo ufficiale soltanto a partire dal codice civile del 1942, ma già negli anni precedenti si erano manifestati orientamenti in tal senso, la norma dispositiva dettata dal legislatore italiano in tema di diritto di voto nelle società di capitali¹³⁰.

Così facendo, il legislatore ha provveduto a dettare una disciplina oltremodo generale, ritenuta la più adatta da applicare in condizioni di normale svolgimento dell’attività d’impresa e perciò elevata a modello tipico di riferimento per la scelta di un criterio di attribuzione dei diritti sociali che non rischiasse di pregiudicare gli interessi delle varie parti in causa¹³¹; allo stesso tempo, tuttavia, tale disciplina non è stata ritenuta necessaria a tal punto da renderla obbligatoria e assolutamente inderogabile, consentendo al legislatore di concedere ampia libertà ai privati in termini di possibilità di deviare da tale regola al fine di stabilire criteri di correlazione tra rischio e potere che presentassero un maggior grado di opportunità e adattamento in relazione al caso specifico di applicazione¹³².

Gli statuti delle società di capitali hanno riservato al principio di proporzionalità, fin dall’origine, un atteggiamento di largo consenso e ne hanno prescritto il rispetto in maniera abbastanza rigorosa, contemplando allo stesso tempo l’esistenza di meccanismi alternativi di attribuzione del diritto di voto¹³³.

I primi anni del ventunesimo secolo rappresentano un periodo estremamente importante in tal senso, poiché è in questo momento che si realizza una marcata inversione di tendenza per quanto riguarda il fenomeno di progressiva tipizzazione normativa della disciplina delle società di capitali che fino a quel momento aveva proceduto in maniera ininterrotta¹³⁴. Gli avvenimenti che segnano la storia della legislazione finanziaria e societaria del nostro Paese vanno individuati nei due provvedimenti normativi attraverso i quali il legislatore è intervenuto nel gennaio del 2003, introducendo nell’ordinamento giuridico l’istituto delle azioni totalmente prive del diritto di voto, e altresì nel giugno

¹³⁰ Ungari P., *“I precedenti storici del vigente diritto delle società per azioni”*, cit., pp. 41 ss.

¹³¹ Alvaro S., Ciavarella A., D’Eramo D., Linciano N., *“Le deviazioni dal principio un’azione-un voto e le azioni a voto multiplo”*, cit., pp. 25 ss.

¹³² Spolidoro M. S., *“Il voto plurimo: i sistemi europei”*, cit., 2014.

¹³³ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., p. 58.

¹³⁴ Saggiocca M., *“Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”*, cit., pp. 923-926.

2014, compiendo la scelta rivoluzionaria di riconoscere alle società di capitali chiuse la facoltà di procedere all'emissione di azioni a voto multiplo e alle società di capitali aperte la possibilità di creare azioni di fedeltà sul modello di quelle largamente diffuse in Francia, le cosiddette azioni a voto maggiorato¹³⁵.

Alla luce di questi due provvedimenti, al momento attuale il quadro legislativo italiano in materia di diritto di voto all'interno delle società di capitali presenta chiaramente i caratteri della generalità e dell'indeterminatezza, nel senso che grande libertà di autodeterminazione è concessa ai privati tramite lo strumento dell'autonomia statutaria, e di conseguenza i concetti di tipizzazione normativa e standardizzazione degli elementi societari, tra i quali grande rilevanza aveva rivestito il modello di correlazione del potere sociale al rischio d'impresa basato sul più generale principio di proporzionalità, sembrano destinati a trovare sempre minore applicazione, travolti dalla necessità di adeguare l'ordinamento giuridico italiano ai parametri di efficienza e competitività imposti dal fenomeno di globalizzazione che ha riguardato in particolar modo il settore mobiliare del mercato finanziario europeo e internazionale¹³⁶.

Per questa ragione, possiamo riscontrare nel sistema legislativo italiano la presenza di un gran numero di modalità diverse di configurazione della partecipazione finanziaria al capitale sociale, per mezzo delle quali creare categorie azionarie dotate ognuna di caratteristiche differenti, in termini di attribuzione di diritti patrimoniali o amministrativi in relazione alla quota di competenza del socio titolare dello strumento, espressione diretta della possibilità concreta di deviare dal principio "un'azione, un voto"¹³⁷.

In seguito al decreto Competitività del 2014, la legislazione italiana inerente il diritto di voto nelle società di capitali consente l'emissione, oltre alle azioni ordinarie, che permettono di dare applicazione diretta al principio di proporzionalità nella sua forma più autentica, delle seguenti categorie di azioni:

¹³⁵ Sagliocca M., *"Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto"*, cit., pp. 932 ss.

¹³⁶ Vietti M., *Nuove società per un nuovo mercato – La riforma delle società commerciali*, Roma, 2003, pp. 19 ss.

¹³⁷ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., pp. 25 ss.

- azioni che vengono assegnate in base ad un criterio non proporzionale nei confronti della parte di capitale sociale sottoscritta, come disposto dal comma quarto dell'art. 2346 c.c.;
- classi di azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne la incidenza delle perdite, la cui creazione e il cui contenuto devono essere opportunamente previsti e regolamentati dallo statuto, nei limiti imposti dalla legge, ex art. 2348 c.c., comma secondo¹³⁸;
- azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore, di cui bisogna prevedere nello statuto i criteri di individuazione dei costi e ricavi imputabili al settore, le modalità di rendicontazione, i diritti attribuiti a tali azioni, nonché le eventuali condizioni e modalità di conversione in azioni di altra categoria, in base al dettato dell'art. 2350 c.c., comma secondo¹³⁹;
- azioni totalmente prive del diritto di voto, alle quali possono essere associati benefici di natura patrimoniale, come prescritto dall'art. 2351 c.c., comma secondo, sia per le società di capitali con titoli quotati sia, dopo la Riforma del 2003, per le società di capitali che non ricorrono al mercato del capitale di rischio;
- azioni che conferiscono diritto di voto limitato a particolari argomenti oppure diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative, entrambe opportunamente regolate nello statuto, ex art. 2351 c.c., comma secondo¹⁴⁰;
- azioni dotate di diritto di voto limitato ad una misura massima o scaglionato, come prescrive l'art. 2351 c.c., comma terzo, in riferimento alle società di capitali che non ricorrono al mercato del capitale di rischio e non presentano strumenti finanziari diffusi tra il pubblico secondo i parametri stabiliti dalla Consob;
- azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative, con un numero

¹³⁸ Per una trattazione approfondita della materia, con particolare attenzione all'istituto dell'azione di sviluppo, si veda Chieffi A., *"L'azione sviluppo e la Consob: riflessioni in memoria della passivity rule"*, in *Giurisprudenza Commerciale*, vol. II, 2009, p. 788.

¹³⁹ Bruno F., Rozzi A., *"Dall'azione di risparmio all'azione sviluppo: il primo strumento finanziario ibrido qualificato"*, in *Le Società*, vol. 7, 2008, pp. 832 e 843.

¹⁴⁰ Libonati B., *"Clausola di gradimento e appello al risparmio diffuso"*, in *Rivista di Diritto Commerciale*, vol. I, 1983, p. 228.

massimo di voti fino a tre, alla luce della previsione dell'art. 2351 c.c., comma quarto, così come modificato dal decreto Competitività¹⁴¹;

- azioni che attribuiscono un diritto di voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data di iscrizione nell'apposito elenco, con la possibilità concessa allo statuto di prevedere i casi specifici in cui il titolare del voto possa rinunciare in tutto o in parte ad esso, come stabilito dall'art. 127-quinquies del Testo Unico della Finanza, inserito dal decreto Competitività¹⁴².

¹⁴¹ Sagliocca M., *“Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”*, cit., pp. 932-942.

¹⁴² Sagliocca M., *“Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”*, cit., pp. 942-947.

2. Il legame tra proprietà finanziaria e diritti di voto in Italia

All'interno del contesto legislativo italiano, in seguito alle ultime modifiche introdotte dal provvedimento normativo dell'estate 2014, meglio noto con il nome di *decreto Competitività*, è possibile riscontrare un vasta gamma di modalità di attribuzione dei diritti sociali nelle società di capitali tramite cui è possibile derogare in misura più o meno accentuata al criterio "un'azione, un voto", ormai relegato al ruolo di principio generale per la sana e prudente gestione della compagine sociale.

Nel prosieguo della dissertazione, affronteremo caso per caso quelle categorie azionarie che rappresentano le eccezioni di maggior rilievo del principio di proporzionalità, in virtù della loro diffusione e delle conseguenze della loro applicazione, analizzando in maniera approfondita gli aspetti peculiari di ognuna di esse e, altresì, vantaggi e svantaggi apportati alla struttura societaria.

2.1 Azioni prive del diritto di voto

Come illustrato in precedenza, l'atteggiamento del legislatore nei confronti della materia del diritto di voto nelle società di capitali non è stato sempre uniforme negli anni¹⁴³.

Se andiamo a considerare la particolare categoria azionaria rappresentata dalle azioni prive del diritto di voto, è possibile notare chiaramente le numerose variazioni intervenute nella disciplina ad essa opportunamente riservata.

In primo luogo, emettere azioni che non conferissero alcun potere di voto era espressamente vietato dal Codice di Commercio del 1882. La decisione del legislatore di vietare la creazione di un simile strumento azionario era legata alla concezione, a quei tempi molto radicata, della necessità di dar vita ad un ordinamento finanziario e

¹⁴³ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., pp. 19 ss.

societario che presentasse i caratteri della democraticità¹⁴⁴, portando alla valorizzazione dei concetti di partecipazione sociale e azionaria e all'affermazione della regola secondo cui è diritto imprescindibile dell'azionista quello di prendere parte all'assemblea ed esercitare il potere di voto connesso al suo impegno finanziario nella società, a prescindere dalla dimensione del potere di cui lo stesso è titolare¹⁴⁵.

A conferma di quanto appena esposto, è possibile concentrare l'attenzione sul fatto che il Codice di Commercio del 1882 prescriveva, come norma generale di riferimento per la correlazione dei diritti sociali al rischio sopportato, il principio del voto scaglionato: in questo modo, si intendeva evitare il verificarsi di situazioni di acquisizione del controllo societario da parte di minoranze azionarie, in favore di assetti societari equilibrati composti da una pluralità di soci che garantissero una sana e prudente gestione¹⁴⁶.

Tale divieto è rimasto in vita per lungo tempo, fino al momento dell'introduzione nell'ordinamento italiano delle azioni di risparmio nel 1974 che, se da un lato permettevano di ottenere una marcata compressione della sfera dei diritti giuridici del loro titolare, nel senso di privarlo totalmente del potere di voto in assemblea, dall'altro provvedevano a compensarlo attraverso l'ammissione del socio al godimento di privilegi di natura patrimoniale.

Quello delle azioni di risparmio è un fenomeno dai tratti tipicamente italiani in quanto, seppur si rinviene traccia di azioni prive del diritto di voto in altri ordinamenti normativi europei dello stesso periodo, il legislatore del nostro Paese ha disposto la creazione di questo strumento finanziario con il preciso intento di conferire formale riconoscimento giuridico all'esistenza della classe di azionisti cosiddetti "di risparmio", interessati esclusivamente al rendimento economico del loro investimento azionario, che da qualche tempo si era affiancata all'insieme di "azionisti imprenditori", il cui obiettivo consisteva nell'acquisizione di una partecipazione azionaria rilevante al fine di conquistare il potere di incidere sulle scelte di governo societario¹⁴⁷.

¹⁴⁴ Montalenti P., *Democrazia industriale e diritto dell'impresa*, Milano, 1981.

¹⁴⁵ Quello in parola ha rappresentato da sempre un concetto largamente condiviso da tutta la dottrina; si vedano Visentini G., "Azioni di società", in *Enciclopedia del Diritto*, vol. IV, Milano, 1959, pp. 967 ss., e Angelici C., *La circolazione della partecipazione azionaria*, in Colombo G. E. e Portale G. B. (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. 2, 1991, pp. 101 ss.

¹⁴⁶ Spolidoro M. S., "Il voto plurimo: i sistemi europei", cit., 2014.

¹⁴⁷ Bione M., "Il voto multiplo: digressioni sul tema", cit., p. 668.

A differenza degli ordinamenti esteri, che pure ammettono l'utilizzo di azioni senza diritto di voto, in quello italiano è possibile rinvenire l'esistenza di una disciplina opportunamente dedicata alla classe degli azionisti di risparmio; in quest'ottica, espressione evidente dell'importanza del fenomeno in parola e della grande attenzione ad esso dedicata è fornita dalla previsione, da parte del legislatore, di numerose disposizioni in merito ad aspetti quali: organizzazione di gruppo per la tutela degli interessi comuni di tale classe di azionisti, articolata in assemblee ordinarie e straordinarie; facoltà di designare un rappresentante comune con diritto di partecipare alle assemblee degli azionisti ordinari e dotato di particolari poteri nei confronti della società e degli altri soci in vista dello svolgimento del compito di tutela degli interessi di cui si fa portatore; possibilità di riconoscere nell'atto costitutivo agli azionisti di risparmio e alla figura del loro rappresentante ulteriori misure a protezione della loro posizione speciale¹⁴⁸.

Le azioni di risparmio rappresentano la prima forma di deroga al principio per cui ad ogni azione deve corrispondere il diritto di esercitare il voto in assemblea e sono assoggettate allo stesso vincolo delle altre categorie azionarie speciali per cui è possibile emetterne in quantità non superiore alla metà del capitale sociale.

Uno dei tratti caratteristici di questo strumento finanziario è rappresentato certamente dal fatto che generalmente presentano un valore intrinseco più basso rispetto alle azioni ordinarie, con evidenti ripercussioni sul prezzo di borsa che il mercato sarà disposto ad assegnare loro, naturalmente inferiore rispetto a quello dei titoli forniti di voto pieno, ad eccezione del caso in cui i benefici patrimoniali connessi a queste azioni siano tali da realizzare una compensazione più che sufficiente rispetto all'elemento della privazione del diritto di voto¹⁴⁹.

Tuttavia, con la Riforma delle società di capitali del 2003, il legislatore ha eliminato anche l'ultimo ostacolo sulla via della piena libertà di autodeterminazione dei privati, concedendo la possibilità di emettere azioni totalmente prive del diritto di voto e di intervento in assemblea, senza che fosse necessario prevedere un bilanciamento sul

¹⁴⁸ Campobasso G.F., *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, cit., pp. 213-217.

¹⁴⁹ Spolidoro M. S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei"*, cit., 2014.

piano dei diritti patrimoniali, estendendo tale facoltà sia alle società di capitali chiuse sia a quelle che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio¹⁵⁰.

Alla luce delle considerazioni sin qui svolte, è possibile inquadrare lo strumento delle azioni prive del diritto di voto all'interno della categoria di *CEMs (control enhancing mechanisms)* che permette agli azionisti di ottenere la stabilizzazione del controllo societario attraverso la realizzazione di un effetto leva sui diritti di voto esercitabili in assemblea. In particolare, l'immissione di capitale di rischio nella società da parte di alcuni soggetti tramite la sottoscrizione di azioni senza diritto di voto, comporta necessariamente un incremento relativo del potere sociale in mano ai soggetti che sono abilitati all'esercizio del voto in assemblea, e favoriscono altresì la formazioni di gruppi di controllo minoritari che per tal via risultano agevolati nei loro tentativi di acquisizione e consolidamento del controllo societario¹⁵¹.

L'utilizzo di strumenti finanziari appartenenti a questa particolare tipologia azionaria comporta una serie di vantaggi per la società che decide di farne uso: in primo luogo, è opinione ampiamente condivisa, in ambito economico e giuridico, che le azioni di risparmio presentano un'elevata capacità di agevolare il processo di quotazione in borsa della società, a causa del fatto che i soci detentori della quota di controllo saranno maggiormente propensi ad ammettere i titoli societari alla negoziazione in un mercato regolamentato nella circostanza in cui hanno la possibilità di monetizzare parte del loro investimento economico senza rischiare in maniera eccessiva di perdere il loro potere decisionale a scapito di nuovi soggetti¹⁵².

E' per questa ragione che sono rarissimi i casi di emissione di azioni senza diritto di voto in sede di costituzione di una nuova società; piuttosto, azioni di questo tipo vengono utilizzate per realizzare aumenti di capitale qualora si rendesse necessaria l'immissione di nuove risorse finanziarie all'interno della società e si volesse, al contempo, scongiurare il pericolo di scalate societarie da parte di nuovi soci.

In quest'ultimo caso, le azioni di risparmio permettono di eliminare alla radice il fenomeno della diluizione del patrimonio societario¹⁵³, salvaguardando il valore della

¹⁵⁰ Saggiocca M., *"Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto"*, cit., pp. 932 ss.

¹⁵¹ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., p.19.

¹⁵² Spolidoro M. S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei"*, cit., 2014.

¹⁵³ Vella F., *Diritto societario e modelli di sviluppo delle PMI*, Bologna, Il Mulino, 2002.

partecipazione azionaria del socio, e consentono altresì di rendere maggiormente contendibile il governo dell'impresa, aumentando la possibilità di ottenere situazioni in cui si manifesti il controllo di fatto in luogo del controllo di diritto¹⁵⁴.

Questi aspetti giocano un ruolo di fondamentale importanza nell'incrementare l'efficienza del mercato dei capitali, in quanto tutte le caratteristiche dell'azione di risparmio vengono ricomprese nel meccanismo di formazione del prezzo che lo strumento presenterà sul mercato, e ciò incrementa il grado di liquidità dell'azione, favorisce gli scambi e aumenta la propensione dei piccoli e grandi risparmiatori all'investimento azionario¹⁵⁵.

2.2 Azioni a voto limitato e a voto condizionato

Un'altra categoria azionaria speciale meritevole di essere analizzata in dettaglio nei suoi tratti specifici è rappresentata dalle azioni a voto limitato a particolari argomenti.

L'utilizzo di queste azioni, come riportato sopra, è previsto dall'art. 2351 c.c., comma secondo, che stabilisce la possibilità di creare strumenti finanziari che conferiscono un potere di voto esercitabile solo in relazione a determinati argomenti tra quelli affrontati in assemblea¹⁵⁶. Di solito, gli argomenti sui quali è concesso il diritto di voto sono quelli all'ordine del giorno in assemblea, che sarebbero però di competenza dell'assemblea straordinaria; tuttavia, grande autonomia è concessa ai privati, nel senso che è possibile regolare liberamente la materia delle azioni a voto limitato all'interno dello statuto societario, configurando lo strumento azionario in base alle esigenze sociali, nel rispetto dell'unica prescrizione normativa per cui è necessario predeterminare gli argomenti specifici in relazione ai quali il diritto di voto si concretizza in sede assembleare.

¹⁵⁴ Bigelli M., *Le azioni di risparmio. Un'analisi economica e gli effetti sulla governance dell'impresa*, Bologna, 2003, p. 223.

¹⁵⁵ Spolidoro M. S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei"*, cit., 2014.

¹⁵⁶ Per una trattazione approfondita dell'istituto delle azioni a voto limitato si veda Santosuosso D.U., *Il principio di libera trasferibilità delle azioni*, Milano, 1993.

Le peculiari caratteristiche strutturali delle azioni a voto limitato permettono di derogare ampiamente al principio in base al quale ogni azione conferisce il potere di voto in tutti i contesti assembleari, e possono talora essere interpretate alla stregua di una particolare realizzazione del caso più generale di azioni con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative, nei confronti delle quali presentano un elevato grado di affinità¹⁵⁷.

Per tutte queste ragioni, le azioni a voto limitato possono essere considerate parte dell'insieme di CEMs, ma con una particolarità: questo strumento partecipativo si presenta, per natura, adatto a svolgere il ruolo di mezzo di rafforzamento del controllo societario, per tal via producendo gli stessi effetti già illustrati in precedenza, concernenti l'abbassamento della soglia di controllo del capitale sociale e l'agevolazione del governo minoritario; tuttavia, le azioni a voto limitato possono essere utilizzate anche per ottenere il risultato opposto, e con ciò facciamo riferimento alla peculiare situazione di un'offerta pubblica d'acquisto ostile, in cui l'esistenza di azioni a voto limitato a particolari argomenti può produrre l'effetto di aumentare la quantità di strumenti partecipativi da acquistare con l'obiettivo di conquistare il controllo, e dunque quello di innalzare i costi finanziari di un'eventuale scalata societaria¹⁵⁸.

E' chiaro dunque come sia possibile ricomprendere le azioni con voto limitato sia all'interno dei meccanismi di leverage che consentono di ottenere la stabilità del governo societario, sia nell'insieme dei meccanismi di *lock-in*, attraverso i quali si garantisce il mantenimento di una struttura governativa dell'organismo comune improntata alla valorizzazione della pluralità dei soggetti partecipanti al capitale¹⁵⁹.

Se passiamo a considerare le azioni con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative, rintracciamo una chiara affinità tra questa classe di strumenti partecipativi e quella delle azioni a voto limitato, a partire dal fatto che sono menzionate entrambe all'interno dello stesso comma dell'art. 2351 c.c.

¹⁵⁷ Ferri G., "La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma", in Scritti Giuridici, vol. III, Napoli, 1990, p. 199.

¹⁵⁸ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., pp. 7-9.

¹⁵⁹ Spolidoro M. S., "Il voto plurimo: i sistemi europei", cit., 2014.

In primo luogo, notiamo che le azioni a voto condizionato, allo stesso modo di quelle a voto limitato, esulano dal rispettare il principio secondo cui il possesso del titolo azionario consente di esercitare il diritto di voto in tutte le assemblee¹⁶⁰; in secondo luogo, anche questa tipologia di azioni può essere utilizzata sia come strumento di rafforzamento del controllo societario sia come mezzo di protezione a garanzia di una struttura partecipativa composta da una pluralità di soci di controllo¹⁶¹.

L'elemento di maggior rilievo consiste però nell'ambiguità della previsione formulata dal legislatore nel codice civile. La disposizione dell'art. 2351 comma secondo, infatti, si presenta eccessivamente generica e ha dato vita ad un intenso dibattito sul tema.

Due sono gli aspetti che hanno sollevato le maggiori perplessità a riguardo. Innanzitutto, il legislatore, nel fornire la previsione in parola, procede a prendere in prestito un concetto di stampo privatistico, utilizzando la nozione di condizione non meramente potestativa, che presenta notevoli difficoltà di inserimento all'interno della materia del diritto societario, alquanto distante dalla disciplina dei contratti.

Inoltre, la formulazione della disposizione inerente la possibilità di esercitare un diritto subordinandolo al verificarsi di particolari condizioni non potestative, se non ulteriormente specificata, non consente di rintracciare la reale intenzione del legislatore in riferimento alle modalità di acquisizione ed esercizio del voto in seguito alla realizzazione dell'evento predeterminato. Autorevole dottrina ha opportunamente sottolineato che, dal dettato dell'art. 2351, comma secondo, così proposto, non è chiaro se il possesso di azioni a voto condizionato conferisca al loro titolare, al verificarsi della condizione in parola, il diritto di prendere parte ed esercitare il voto nelle assemblee a tempo indeterminato, colmando definitivamente la mancanza che prima registravano per quanto riguarda la loro personale sfera giuridica potestativa, oppure se il diritto di voto associato a tale classe di azioni sia da intendersi come esercitabile solamente nei casi di manifestazione della condizione prestabilita che riconosce loro l'idoneità al voto¹⁶².

Dall'esperienza empirica emerge chiaramente che la seconda soluzione rappresenta la modalità più diffusa di configurazione delle azioni a voto condizionato, con la tendenza ad

¹⁶⁰ Ferri G., *“La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma”*, cit., p. 199.

¹⁶¹ Per una trattazione approfondita delle azioni a voto condizionato si veda Stanghellini L., *I limiti statuari alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997.

¹⁶² Spolidoro M. S., *“Il voto plurimo: i sistemi europei”*, cit., 2014.

identificare la condizione risolutiva con eventi estremi o altamente improbabili in riferimento all'insieme di avvenimenti caratterizzanti la vita dell'organismo sociale¹⁶³.

L'emissione di azioni a voto condizionato, unitamente alle azioni a voto limitato e a quelle prive del diritto di voto, è sottoposta al rispetto dell'unico vincolo che il legislatore impone all'autonomia statutaria in termini di libertà di determinazione di categorie azionarie dotate di caratteristiche che meglio si adattano alle esigenze della società in particolare e del mercato in generale; nello specifico, vige la prescrizione in base alla quale le azioni a voto non pieno non possono eccedere una quantità fissata pari alla metà del capitale sociale, con ciò facendo trasparire la chiara volontà del legislatore di concedere nella giusta misura la possibilità di utilizzare strumenti particolarmente importanti nella definizione degli assetti partecipativi all'interno della società, con l'obiettivo di evitare che fenomeni discorsivi intervengano a turbare i meccanismi di mercato¹⁶⁴.

Per questa ragione, imponendo che almeno la metà delle azioni rappresentative del capitale sociale debbano essere costituite da azioni ordinarie, si ottiene il risultato di mantenere stabile la soglia del controllo societario di diritto ad un limite minimo di possesso azionario corrispondente al venticinque per cento più una delle azioni totali rappresentative del capitale sociale¹⁶⁵.

2.3 Azioni a voto plurimo

Abbiamo già avuto modo, in precedenza, di illustrare gli elementi innovativi introdotti nel nostro ordinamento dal provvedimento normativo numero 91, emanato dal legislatore italiano nel giugno del 2014, ed abbiamo sottolineato l'importanza delle disposizioni inerenti la materia del diritto di voto delle società di capitali.

¹⁶³ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., pp. 58-63.

¹⁶⁴ Spolidoro M. S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei"*, cit., 2014.

¹⁶⁵ Saggiocca M., *"Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto"*, cit., p. 926.

Proprio a tal riguardo, giova ricordare che, attraverso la modifica dell'art. 2351 c.c., consistente nell'eliminazione del comma quarto dello stesso, è stato reso possibile, per le società di capitali che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e non presentano strumenti finanziari diffusi tra il pubblico secondo i parametri stabiliti dalla Consob, prevedere nello statuto la creazione di azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative, che possono conferire fino a un massimo di tre voti¹⁶⁶.

Allo stesso tempo, il decreto legge in parola ha provveduto a regolamentare anche le società di capitali aperte, riaffermando con decisione il divieto di emissione di azioni a voto multiplo, così come già stabilito in precedenza.

Le azioni a voto multiplo costituiscono a tutti gli effetti una classe di strumenti partecipativi, e ciò comporta l'assoggettamento delle stesse all'intera disciplina delle azioni dettata dal codice civile, ed il conseguente rispetto dei principi inderogabili alla base del nostro ordinamento, primo fra tutti il principio di uguaglianza¹⁶⁷, secondo il quale tutti i soggetti titolari della medesima tipologia di azioni sono ammessi a godere degli stessi diritti, come avviene per tutte le altre categorie azionarie ammissibili.

Com'è stato sottolineato da più parti della dottrina, conseguenza inevitabile dell'impiego delle azioni a voto plurimo, in perfetta attuazione di uno degli obiettivi per cui le stesse sono state introdotte dal legislatore all'interno dell'ordinamento italiano, è quella di rafforzare in maniera netta la posizione dei soci titolari di questa categoria di azioni, con particolare riferimento alla situazione degli azionisti che risultano essere i detentori del pacchetto di controllo societario, oppure di quei soggetti interessati all'acquisizione di partecipazioni rilevanti al capitale sociale da ottenere per mezzo di un rapporto molto vantaggioso tra risorse impiegate e potere sociale da esse derivante¹⁶⁸.

L'ampliamento dell'autonomia statutaria si accompagna, dunque, all'incremento del potere della maggioranza, che ottiene un effetto leva dei diritti di voto da esercitare in assemblea.

Il contesto societario così delineato si presenta estremamente favorevole per le imprese caratterizzanti il panorama imprenditoriale italiano, per tradizione strutturate su basi di

¹⁶⁶ Abriani N., *Azioni a voto plurimo e maggioranza del voto: prime considerazioni*, cit., p. 12.

¹⁶⁷ Campobasso G.F., *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, cit., p. 204.

¹⁶⁸ Spolidoro M. S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei"*, cit., 2014.

piccola e media dimensione e prettamente a conduzione familiare, che beneficiano della possibilità offerta dal legislatore di ampliare la gamma di strumenti finanziari tramite cui effettuare la raccolta di finanziamenti sul mercato e altresì accogliere nella compagine sociale nuovi soggetti in qualità di azionisti, conservando il governo della società in mano ai soci fondatori e scongiurando il pericolo di alterazioni gerarchiche nell'assetto partecipativo¹⁶⁹.

Ed è proprio alla luce di queste valutazioni che va interpretata la scelta del legislatore italiano di permettere, nelle sole società chiuse, l'utilizzo di entrambi i metodi di deviazione dal principio di proporzionalità, quali le azioni a voto non pieno e le azioni a voto multiplo, e il contemporaneo divieto di emissione di azioni a voto multiplo nelle società di capitali aperte¹⁷⁰; nelle prime, infatti, la natura familiare e la dimensione limitata dell'azionariato non pone particolari problemi di tutela delle minoranze in ordine all'utilizzo di questi istituti in maniera congiunta, al contrario rispetto alla situazione delle società che ricorrono alla quotazione in mercati regolamentati, dove la necessità è proprio quella di evitare che ristretti gruppi di soci, in possesso di partecipazioni minoritarie di controllo, detengano un potere decisionale sproporzionato nei confronti della restante parte di azionisti¹⁷¹.

Le azioni a voto plurimo presentano caratteristiche tali da incidere sui quorum costitutivi e deliberativi da rispettare in sede assembleare, secondo quanto stabilito dal legislatore. Tuttavia, il buon senso induce a pensare che i quorum in parola andrebbero riformulati in conseguenza dell'effetto prodotto da siffatta tipologia di azioni, e pertanto modulati non sulla base della quantità di strumenti partecipativi rappresentativi del capitale, bensì tenendo in considerazione il numero effettivo di voti esercitabili in assemblea, onde evitare che l'effetto leva sul diritto di voto prodotto dalle azioni a voto plurimo provochi un'alterazione significativa e innaturale dei meccanismi strutturali sottostanti le modalità di svolgimento dell'attività sociale dell'organismo, arrecando inevitabile pregiudizio alla sfera di interessi propria dei soci di minoranza¹⁷².

¹⁶⁹ Abriani N., *Azioni a voto plurimo e maggioranza del voto: prime considerazioni*, cit., p. 15.

¹⁷⁰ Spolidoro M. S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, cit., 2014.

¹⁷¹ Sagliocca M., *Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, cit., pp. 935 ss.

¹⁷² 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*, cit., p. 1056.

I limiti imposti dal legislatore in merito all'emissione di azioni a voto multiplo e alle loro caratteristiche strutturali, quali possono essere il divieto di creare una quantità di azioni a voto plurimo, ed eventualmente di altre categorie azionarie speciali considerate nel complesso, superiore alla metà del capitale sociale, e la misura massima determinata in riferimento al numero di voti aggiuntivi che sono abilitate a conferire, fissata pari a due, risponde alla stessa esigenza menzionata pocanzi a riguardo delle categorie azionarie a voto non pieno: in questo modo, il legislatore intende mantenere sotto stretto controllo gli effetti provocati dall'utilizzo di uno strumento che potrebbe causare evidenti squilibri negli assetti partecipativi delle società di capitali, attraverso la sua capacità di ridistribuire il potere sociale in maniera diversa e, nella maggior parte dei casi, determinante rispetto a quanto sono in grado di fare le altre classi di strumenti finanziari¹⁷³.

La possibilità di ricorrere all'istituto del voto plurimo genera una serie ulteriore di potenziali effetti in tema di rapporti tra i soci all'interno della società e altresì in riferimento al rapporto tra i soci e i soggetti esterni all'attività d'impresa; gli aspetti positivi e negativi dell'introduzione nel nostro ordinamento delle azioni a voto plurimo, insieme alla delicata questione della tutela delle minoranze, saranno affrontati in modo specifico nel seguito della trattazione.

2.4 Azioni di fedeltà a voto multiplo

Il decreto legge numero 91 del 2014 ha introdotto in Italia le azioni di fedeltà a voto maggiorato, emettibili dalle società di capitali aperte, elemento assolutamente nuovo per il nostro ordinamento¹⁷⁴, che il legislatore ha strutturato sulla base del modello delle *loyalty shares* tipiche della tradizione giuridico-economica francese, da sempre

¹⁷³ Spolidoro M. S., "Il voto plurimo: i sistemi europei", cit., 2014.

¹⁷⁴ Abriani N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto: prime considerazioni*, cit., p. 12.

particolarmente incline a favorire lo sviluppo di strutture societarie stabili sotto il controllo di gruppi azionari consolidati di dimensione ristretta¹⁷⁵.

Da un punto di vista prettamente tecnico, le azioni a voto maggiorato sono espressione di un privilegio riconosciuto agli azionisti della società in virtù del soddisfacimento di alcuni requisiti legati alla detenzione della partecipazione azionaria per un periodo di tempo prestabilito, comunque non inferiore a ventiquattro mesi dal momento dell'iscrizione nell'apposito registro, in base a quanto prescritto dal legislatore¹⁷⁶.

E' possibile affermare, pertanto, che questo insieme di strumenti finanziari non costituisce propriamente una categoria azionaria a sé stante, alla stregua delle altre fin qui menzionate, in quanto il beneficio del premio di fedeltà, che si esplica nell'attribuzione di un numero aggiuntivo di voti fino a un massimo di due per ogni azione detenuta, è ottenibile indistintamente da tutti i soggetti partecipanti al capitale sociale¹⁷⁷; la maggiorazione del voto, infatti, non è associata in alcun modo al possesso di un particolare tipo di azioni tra quelle emesse dalla società, divenendo appannaggio di una classe di azionisti, bensì è legata esclusivamente all'elemento temporale inerente la detenzione del titolo, che esercita i suoi effetti in modo eguale sull'intero gruppo di soci. Si è cercato così di premiare l'atteggiamento di quell'insieme di soggetti che manifestano un particolare interesse nei confronti della società e altresì delle sue dinamiche di governo interno¹⁷⁸.

Le azioni di fedeltà presentano l'ulteriore vantaggio di non provocare alterazioni dei meccanismi di formazione del prezzo di mercato, in quanto il loro valore intrinseco è sostanzialmente identico a quello delle azioni ordinarie e, solitamente, la loro quotazione di borsa non si discosta dal prezzo di queste ultime. Ciò è diretta conseguenza dell'esplicita prescrizione dell'art. 127-quinquies del TUF, comma terzo, secondo la quale, nel preciso istante in cui l'azione di fedeltà viene scambiata o ceduta a titolo oneroso o gratuito, il beneficio del voto maggiorato viene meno, con la sola eccezione dei casi ivi

¹⁷⁵ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *“Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo”*, cit., pp. 33-39.

¹⁷⁶ Busani A., Sagiocca 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”*, cit., p. 1058.

¹⁷⁷ Sagiocca M., *“Il definitivo tramonto del principio “un'azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”*, cit., p. 944.

¹⁷⁸ Massella Ducci Teri B., *“Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative”*, cit., p. 765.

elencati, coincidenti con la trasmissione del titolo azionario in caso di successione per causa di morte o nei casi di fusione e scissione del titolare delle azioni¹⁷⁹.

Il riconoscimento giuridico dell'istituto delle azioni a voto maggiorato risponde alla chiara esigenza di dare attuazione ai numerosi e persistenti orientamenti formulati in ambito europeo in materia di diritto di voto nelle società di capitali; a tal riguardo, la Commissione Europea, durante i primi anni del ventunesimo secolo, ha dedicato parecchie energie nell'implementazione di una vasta attività di studio e ricerca sul tema, arrivando a delineare un panorama finanziario e societario caratterizzato dalla marcata tendenza degli investitori a impiegare il loro denaro a breve termine, e a disinteressarsi quasi totalmente dell'investimento effettuato, al punto che si rese necessario prescrivere il ricorso a strumenti partecipativi in grado di incentivare gli agenti del mercato ad operare su un orizzonte di lungo termine, in modo da rendere maggiormente stabili gli assetti partecipativi delle società di capitali e ottenere i tanto auspicati effetti benefici sull'intero sistema economico e finanziario che da ciò derivano¹⁸⁰.

In quest'ottica, l'utilizzo di uno strumento azionario come quello delle *loyalty shares* permette di raggiungere pienamente l'obiettivo che i legislatori europeo e italiano si sono posti, in termini di traslazione dell'interesse finanziario dell'azionista dal breve al lungo periodo, con conseguente incremento del grado di coinvolgimento con cui il soggetto titolare di azioni a voto maggiorato si troverà a prendere parte all'aspetto gestionale e amministrativo dell'attività societaria¹⁸¹.

A ben vedere, le caratteristiche delle azioni a voto maggiorato permettono effettivamente di dare forma concreta alle intenzioni del legislatore; a tal riguardo, è importante sottolineare come le azioni a di fedeltà, consentendo di realizzare una netta separazione tra proprietà e controllo, rappresentano lo strumento adatto per incentivare gli imprenditori a capo di società con buone prospettive di crescita a ricorrere al meccanismo della quotazione azionaria, con la possibilità di cedere sul mercato porzioni

¹⁷⁹ Spolidoro M. S., "Il voto plurimo: i sistemi europei", cit., 2014.

¹⁸⁰ Massella Ducci Teri B., "Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative", cit., p. 765.

¹⁸¹ Sagliocca M., "Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto", cit., p. 943.

maggiori di capitale sociale pur mantenendo il proprio potere decisionale al riparo da possibili aggressioni¹⁸².

Proprio questo particolare assetto partecipativo potrebbe indurre i manager della società a tenere comportamenti virtuosi orientati al perseguimento dell'interesse sociale¹⁸³. Nel contesto finanziario attuale, infatti, sappiamo che l'andamento delle quotazioni azionarie dei titoli scambiati nel mercato subisce un'influenza maggiore dal verificarsi di eventi che producono i loro effetti nel breve periodo piuttosto che da situazioni che si concretizzano in un orizzonte di lungo periodo; inoltre, la formulazione delle politiche di remunerazione degli amministratori delle società di capitali si è sviluppata lungo linee evolutive che hanno portato a ridurre l'orizzonte temporale di previsione e realizzazione delle politiche sociali, dando vita ad una generazione di manager decisamente orientati al perseguimento di obiettivi di breve periodo¹⁸⁴ che, accompagnata alla tendenza all'estrapolazione di benefici personali e al venir meno dell'attività di monitoring della compagine sociale a causa della crescente attenzione riservata al momento speculativo rispetto a quello dell'interesse societario, ha reso evidente la necessità di una rimodulazione strutturale della disciplina finanziaria e societaria, e altresì dell'inserimento di uno strumento azionario in grado di focalizzare l'interesse degli investitori su aspetti quali la stabilità societaria, la sana e prudente gestione dell'organismo comune, politiche sociali di lungo periodo, tutela delle minoranze, fiducia dei risparmiatori, ottimizzazione dei meccanismi di mercato¹⁸⁵.

Le azioni di fedeltà a voto plurimo in quest'ottica producono l'effetto di accrescere il potere del gruppo di comando e aumentare la solidità aziendale, fornendo in questo modo la garanzia affinché i manager siano portati a prediligere l'adozione di linee di governo impostate su orizzonti di lungo periodo e improntate al perseguimento dell'interesse sociale¹⁸⁶.

¹⁸² Spolidoro M. S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei"*, cit., 2014.

¹⁸³ Lamandini M., *"Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto"*, cit., 2014.

¹⁸⁴ Langewoort D. C., *The SEC, Retail Investors and the Institutionalization of Securities Markets*, in Virginia Law Review, n. 95, 2009, p. 1056.

¹⁸⁵ Per una trattazione approfondita degli aspetti di natura microeconomica inerenti l'introduzione del voto maggiorato si vedano Kaplan S.N., Stromberg P., *"Financial Contracting Theory Meets The Real World: An Empirical Analysis Of Venture Capital Contracts"*, Review of Economic Studies, 2002, pp. 1–35, Dewatripont M., Tirole J., *"A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager–Shareholder Congruence"*, Quarterly Journal of Economics, vol. 109, 1994, pp. 1027–1054 e Burkart M., Lee S., *"One Share-One Vote: The Theory"*, Review of Finance, vol. 12, 2008, pp. 1-49.

¹⁸⁶ Spolidoro M. S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei"*, cit., 2014.

Congiuntamente all'insieme di vantaggi che l'istituto del voto maggiorato può addurre alle modalità di fare impresa, così come appena illustrato, è però necessario analizzare anche le maggiori perplessità che scaturiscono da una siffatta disciplina della materia del voto all'interno delle società di capitali.

In primo luogo, da un punto di vista strettamente microeconomico, bisogna sottolineare come l'idea di stabilità del controllo societario delineata dal legislatore si presenti come un concetto non assolutamente desiderabile e al contempo neanche efficiente in ogni contesto societario; infatti, il rafforzamento del potere decisionale in capo a una minoranza di soci, in rappresentanza dei quali è istituita un'amministrazione tutt'altro che valida e lungimirante, potrebbe non rappresentare la soluzione giusta nell'ottica del miglioramento delle prestazioni della società, benché venga preservata l'integrità dell'assetto partecipativo¹⁸⁷.

In questa direzione sono orientate altresì le disposizioni del legislatore circa la possibilità di conservare il beneficio del voto maggiorato anche in seguito alla trasmissione del possesso azionario in caso di successione per causa di morte, a testimonianza, ancora una volta, della dimensione di assoluta generalità del privilegio conferito dalle azioni di fedeltà, che comporta la totale assenza di qualsivoglia associazione tra questo e le caratteristiche personali del loro titolare¹⁸⁸.

Proprio per tale ragione, è possibile affermare che il possesso di azioni a voto maggiorato potrebbe non costituire garanzia delle doti imprenditoriali, in assoluto o in relazione alle capacità di altri soci, e della intenzione di prender parte alla vita sociale dei soggetti ammessi al godimento del privilegio da esse conferito; numerose sono le cause che potrebbero portare a detenere un titolo partecipativo per lungo tempo e che non coincidono con un atteggiamento di interesse del soggetto nei confronti della società o con la capacità effettiva di esercitare nel modo più opportuno il potere decisionale, tra le quali citiamo ad esempio l'attitudine dell'investitore a detenere strumenti finanziari per periodi mediamente prolungati, specifiche strategie di investimento, decisioni finanziarie influenzate da eventi esterni¹⁸⁹.

¹⁸⁷ Massella Ducci Teri B., *"Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative"*, cit., p. 765.

¹⁸⁸ Saggiocca M., *"Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto"*, cit., pp. 942 ss.

¹⁸⁹ Spolidoro M. S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei"*, cit., 2014.

Si giunge, in tal modo, a delineare una situazione in cui, nella maggior parte dei casi, il socio destinato a mantenere il possesso azionario per lungo tempo è rappresentato da colui che può ottenere benefici privati, oltreché sociali, dalla partecipazione al governo della società, identificato necessariamente con l'azionista di controllo o con il gruppo di azionisti che detiene congiuntamente la partecipazione maggioritaria, di diritto o di fatto, al capitale sociale.

Risulta chiaro, dunque, che le azioni di fedeltà a voto maggiorato hanno tutte le carte in regola per essere considerate una particolare manifestazione di *CEMs*, classificabile nella tipologia degli strumenti di rafforzamento del controllo, alla luce delle loro capacità, empiricamente testate, di consolidare il potere sociale detenuto dal socio o dai gruppi di soci che detengono il controllo della società, abbassare notevolmente la soglia di capitale sociale necessaria per l'acquisizione del controllo di fatto, rendendo dunque il governo della società meno contendibile, arrecare inevitabile pregiudizio alle minoranze sminuendo ulteriormente la posizione di questi soci nei confronti di quelli di maggioranza, così come emerge dai numerosi studi condotti sull'esperienza del voto di fedeltà nel contesto societario francese¹⁹⁰.

Un altro aspetto su cui si è concentrato il dibattito ha riguardato l'esistenza di una effettiva necessità di introdurre siffatti strumenti partecipativi nell'ordinamento giuridico italiano. Sebbene le azioni di fedeltà rappresentassero inequivocabilmente l'oggetto delle insistenti raccomandazioni provenienti dalla Commissione Europea in ordine al raggiungimento degli obiettivi di ristrutturazione del sistema finanziario e societario¹⁹¹, nel nostro Paese non sussistevano problemi inerenti l'eccessivo dinamismo della classe imprenditoriale e dirigente, con successivo elevato grado di ricambio generazionale, oppure problemi riguardanti la mancanza di condizioni fisiologiche e tecniche tale da indurre i manager alla formulazione di politiche sociali con orizzonti di breve o brevissimo periodo¹⁹².

Al contrario, in Italia, come d'altronde succedeva anche in Francia, il tessuto economico era costituito da imprese fondate e dominate da gruppi familiari molto radicati che

¹⁹⁰ Spolidoro M. S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei"*, cit., 2014.

¹⁹¹ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., p. 9.

¹⁹² Angelillis A., Vitali M. L., Notari M., *Azioni*, artt. 2346-2362, cit., p. 473.

davano vita a maggioranze stabili particolarmente difficili da scardinare¹⁹³; il problema da risolvere era pertanto completamente opposto a quello dell'eccessivo dinamismo, consistente piuttosto nell'immobilismo del sistema societario, nel sottosviluppo del mercato finanziario e nella scarsa propensione alla valorizzazione del talento imprenditoriale di soggetti che dispongono di eccellenti capacità manageriali ma non sono in grado di fornire le risorse finanziarie necessarie allo svolgimento dell'attività d'impresa¹⁹⁴.

Accertato che l'azione di fedeltà a voto plurimo ha come conseguenza quella di consolidare il potere decisionale della maggioranza rafforzandone la posizione di controllo, la sua ammissione nell'ordinamento legislativo italiano potrebbe produrre l'effetto indesiderato di esacerbare la situazione esistente, determinando l'aggravamento delle distorsioni presenti nella struttura capitalistica del nostro Paese, e facendo altresì registrare un brusco rallentamento nel processo di apertura del mercato finanziario ad una dimensione europea ed internazionale¹⁹⁵.

Tuttavia, il legislatore italiano si è mostrato a conoscenza delle implicazioni derivanti dall'ammissione del voto multiplo di fedeltà, ed ha pertanto provveduto a definire alcuni correttivi, rispetto sia alla precedente materia del diritto di voto nelle società di capitali, sia nei confronti della disciplina del voto di fedeltà in vigore in Francia.

In questo senso, le modifiche di maggior rilievo hanno riguardato la regola di neutralizzazione che il codice civile prescrive di applicare in caso di offerta pubblica d'acquisto: il legislatore, nel comma secondo dell'art. 104-bis c.c., dispone che la maggiorazione del voto non trova attuazione nelle assemblee convocate per discutere e deliberare in merito alle modalità di difesa nei confronti di un tentativo di scalata ostile e in altre assemblee che si svolgono in momenti successivi all'acquisizione, da parte dell'offerente, di una quota del capitale sociale corrispondente almeno al settantacinque per cento del totale. Nelle medesime assemblee la regola di neutralizzazione si applica anche alle azioni a voto plurimo¹⁹⁶.

¹⁹³ Abriani N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto: prime considerazioni*, cit., p. 15.

¹⁹⁴ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *“Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo”*, cit., pp. 19 ss.

¹⁹⁵ Spolidoro M. S., *“Il voto plurimo: i sistemi europei”*, cit., 2014.

¹⁹⁶ Sagliocca M., *“Il definitivo tramonto del principio “un'azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”*, cit., pp. 942 ss.

Il secondo aspetto tipico dell'istituto del voto di fedeltà in Italia, che non trova corrispondenza nel modello francese, consiste nel fatto che l'assegnazione del beneficio del voto maggiorato non risponde a specifici requisiti inerenti la nazionalità del soggetto titolare delle azioni; in Francia, infatti, solo una determinata categoria di azionisti può beneficiare del privilegio in parola, corrispondente all'insieme di soci di nazionalità francese, oppure dei soci cittadini di uno degli Stati dell'Unione Europea, detentori di almeno un conto corrente presso una banca francese¹⁹⁷.

Elementi, questi, che dovrebbero attenuare almeno in parte la serie di effetti potenzialmente negativi che l'applicazione del voto di fedeltà produce sul sistema finanziario, favorendo al contempo la manifestazione degli aspetti positivi in vista dei quali lo stesso è stato introdotto, tra cui, in primo luogo, troviamo la capacità di incoraggiare l'ammissione alla quotazione degli strumenti partecipativi del capitale della società in un mercato regolamentato e la scissione della dimensione proprietaria della società da quella gestionale e amministrativa, con l'intento di implementare l'efficienza dei meccanismi di funzionamento del sistema economico generale¹⁹⁸.

¹⁹⁷ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *“Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo”*, cit., pp. 33-39.

¹⁹⁸ Spolidoro M. S., *“Il voto plurimo: i sistemi europei”*, cit., 2014.

3. Le società italiane ed il ricorso effettivo ai principali strumenti di separazione tra proprietà e controllo

3.1 Le tendenze manifestate tra le società di capitali quotate

Nelle società di capitali che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio ammettendo le proprie azioni alla negoziazione in un mercato regolamentato, oppure che presentano strumenti finanziari partecipativi diffusi tra il pubblico in base ai parametri stabiliti dalla Consob, al momento attuale è possibile rintracciare uno scarso interesse nei confronti dei meccanismi di assegnazione dei diritti di voto in rapporto alla quota di capitale detenuta che esulano dal tradizionale principio di proporzionalità¹⁹⁹.

In attesa di rilevazioni in merito al tasso di gradimento con cui le società quotate hanno accolto l'introduzione nel nostro ordinamento delle azioni di fedeltà a voto multiplo, e altresì in merito alle conseguenti modalità con cui le stesse attueranno variazioni quantitative e qualitative della propria struttura partecipativa, possiamo affermare che le società in parola hanno fatto un uso alquanto limitato delle azioni senza diritto di voto e delle azioni a voto limitato, mentre non si sono mostrate mai particolarmente inclini all'adozione degli strumenti partecipativi innovativi introdotti in seguito alla Riforma delle società di capitali del 2003²⁰⁰.

Tuttavia, c'è stato un periodo, corrispondente ai primi anni novanta del secolo scorso, in cui le azioni senza diritto di voto erano largamente utilizzate dalle società di capitali, quali strumenti azionari per reperire risorse finanziarie sul mercato dei capitali, al punto da poterne rintracciare la presenza in un numero di società pari a circa la metà del totale delle società quotate in borsa in Italia, sebbene la quota di capitale sociale complessiva da esse rappresentato fosse di importo abbastanza contenuto²⁰¹.

¹⁹⁹ Saggiocca M., *"Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto"*, cit., pp. 930 ss.

²⁰⁰ Saggiocca M., *"Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo delle società per azioni"*, in *Rivista di Diritto Societario*, vol. II, 2013, pp. 326 ss.

²⁰¹ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., pp. 27-31.

In seguito, il ricorso delle società a questa categoria di azioni è andato diminuendo nel tempo a causa del concorrere di una serie di fattori che ne hanno fatto venire meno i vantaggi sul piano della struttura finanziaria per i quali erano state concepite, fino a farne registrare, in periodi molto recenti, un utilizzo limitato a un numero di società quotate che rappresenta una percentuale non rilevante del totale²⁰².

Sempre più diffusa è stata la tendenza che ha visto le società convertire i propri titoli senza diritto di voto in azioni ordinarie, a causa di fenomeni quali fusioni e scissioni societarie oppure di situazioni di rimozione del titolo dalla quotazione sul mercato in cui lo stesso era regolamentato, in conseguenza di determinate scelte strategiche operate dall'azionista di maggioranza o, ancora, dell'intervento dell'autorità di gestione del mercato, nel caso di sopraggiunta violazione dei requisiti richiesti per l'ammissione del titolo alla quotazione²⁰³.

In quegli anni, inoltre, il processo di integrazione economica e monetaria verificatosi tra i Paesi del contesto europeo ha prodotto una serie di effetti sul sistema economico tali per cui il meccanismo della conversione delle azioni a voto non pieno in azioni ordinarie rappresentò la soluzione ai problemi di natura finanziaria che affliggevano le società; facciamo riferimento, principalmente, al drastico calo dei tassi di interesse che ha interessato il mercato creditizio europeo, in ragione del quale le società operanti sul territorio italiano trovarono più conveniente ricorrere al finanziamento esterno piuttosto che continuare a concedere benefici patrimoniali, divenuti in tal modo relativamente più onerosi, legati al possesso di azioni senza diritto di voto o di azioni a voto limitato²⁰⁴.

A ciò bisogna aggiungere l'insieme di regole introdotte con il Testo Unico delle disposizioni in materia Finanziaria nel 1998, le quali modificarono considerevolmente la disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto, elevando alla quota del trenta per cento del capitale sociale rappresentato da voto la soglia per promuovere in maniera obbligatoria la richiesta di offerta pubblica d'acquisto totalitaria, e innalzarono il livello dei quorum richiesti per l'adozione delle deliberazioni nelle assemblee straordinarie alla misura dei due terzi dei soci partecipanti al capitale con diritto di voto, producendo l'effetto di

²⁰² Per un'esposizione maggiormente dettagliata, si rinvia a Bigelli M., *Le azioni di risparmio. Un'analisi economica e gli effetti sulla governance dell'impresa*, cit., 2003.

²⁰³ Bigelli M., Mehrotra V., Rau P., "Why are shareholders not paid to give up their voting privileges? Unique evidence from Italy", in *Journal of Corporate Finance*, vol. 17, 2011, pp. 1619-1635.

²⁰⁴ Bigelli M., *Le azioni di risparmio. Un'analisi economica e gli effetti sulla governance dell'impresa*, cit., p. 222.

rendere meno contendibile il governo societario, per tal via ottenibile mediante quote di capitale sociale più basse rispetto a quanto accadeva in precedenza, e inducendo dunque il socio di maggioranza ad una maggiore predisposizione all'entrata di nuovi soggetti nella società, da realizzare tramite il metodo della conversione delle azioni senza diritto di voto in azioni ordinarie²⁰⁵.

Sempre a tal riguardo, giova segnalare che il periodo a cui si fa riferimento fu caratterizzato dall'avvento degli investitori istituzionali sulla scena finanziaria, e che questi organismi manifestano una netta avversione nei confronti di criteri non proporzionali di attribuzione dei diritti di voto, specie se si tratta di meccanismi di rafforzamento del controllo, a causa della percezione di maggior rischiosità e minore trasparenza degli assetti societari delle imprese che a questi meccanismi fanno ricorso²⁰⁶. Le rilevanti pressioni da essi esercitati concorsero, accanto ai motivi pocanzi evidenziati, a delineare il ritorno verso l'utilizzo del principio di proporzionalità nella sua forma tradizionale, e quindi condussero all'abbandono di strumenti partecipativi non in linea con tale sistema²⁰⁷.

E' da segnalare l'esistenza di un'altra categoria di azioni, introdotta in seguito alla Riforma delle società di capitali del 2003, che ha conosciuto una diffusione molto limitata e che va sotto il nome di azione di sviluppo.

Questo strumento partecipativo fu dotato di una serie di caratteristiche molto particolari al fine del raggiungimento di uno specifico obiettivo che il legislatore intendeva perseguire, e che coincide con l'esigenza di agevolare la quotazione per le imprese italiane di dimensioni medie e piccole, garantendo la stabilità del controllo societario per gli imprenditori e, al contempo, la tutela dei soci di minoranza e l'efficienza dei meccanismi di funzionamento del mercato²⁰⁸.

Le azioni di sviluppo non danno diritto di voto al loro titolare e possono essere emesse indistintamente da tutte le società di capitali, a prescindere dall'effettivo ricorso al mercato dei titoli, purché sussista la condizione che la maggioranza del capitale sociale, e

²⁰⁵ Bigelli M., *Le azioni di risparmio. Un'analisi economica e gli effetti sulla governance dell'impresa*, cit., p. 223.

²⁰⁶ Braggion F., Giannetti M., *At the Origins of the Non-Voting Shares' Discount: Investor Preferences vs. Fundamentals*, working paper, 2012.

²⁰⁷ Dyck A., Zingales L., "Private Benefits of Control: An International Comparison", *Journal of Finance*, 2004, pp. 537-600.

²⁰⁸ Vella F., *Diritto societario e modelli di sviluppo delle PMI*, cit., 2002.

dunque il controllo di diritto, sia detenuta da una persona fisica, in maniera diretta o indiretta, o da un gruppo di persone fisiche tra le quali intercorrano rapporti di natura familiare. Questo tipo di azioni da diritto al godimento di un beneficio di natura patrimoniale, nella forma della corresponsione di un dividendo maggiorato rispetto a quello delle azioni ordinarie, e sono convertite in azioni ordinarie qualora venga meno il presupposto della maggioranza di diritto in capo ai soggetti di cui sopra; la regolamentazione di questi aspetti è disposto che venga effettuata nello statuto, insieme alla previsione della possibilità di ricorrere alle azioni di sviluppo²⁰⁹.

Uno degli elementi distintivi delle azioni di sviluppo è rappresentato dal rapporto con l'elemento dell'offerta pubblica d'acquisto: al verificarsi di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria, questi titoli vengono convertiti automaticamente in azioni di rango ordinario e si prestano a diventare oggetto dell'offerta pubblica in questione²¹⁰.

Per questa ragione, le azioni di sviluppo partecipano necessariamente alla distribuzione del premio di maggioranza in caso di passaggio del controllo dal socio maggioritario ad altro socio, in quanto azioni dotate di regolare diritto di voto.

Questi ed altri aspetti favorevoli, opportunamente previsti dal legislatore in virtù dell'utilizzo dell'azione di sviluppo, creavano i presupposti necessari per prospettare una buona risposta del mercato a siffatto strumento finanziario. Tuttavia, una serie di problemi applicativi hanno rappresentato un serio ostacolo all'adozione di questa categoria azionaria²¹¹.

Possiamo citare, a tale riguardo, lo svantaggio arrecato alla società in termini di riduzione del valore di capitalizzazione del suo capitale sociale in seguito al meccanismo di conversione delle azioni di sviluppo in azioni ordinarie, in quanto, rendendo più oneroso il passaggio di proprietà che si verifica eventualmente in sede di offerte pubblica di acquisto obbligatoria, ne risulta penalizzata l'efficienza del mercato nel realizzare operazioni di acquisizione che altrimenti sarebbero naturalmente favorevoli²¹².

²⁰⁹ Bruno F., Rozzi A., *"Dall'azione di risparmio all'azione sviluppo: il primo strumento finanziario ibrido qualificato"*, cit., pp. 832-843.

²¹⁰ Per una trattazione approfondita della materia, si veda Chieffi A., *Azioni di categoria speciale convertibili in caso di opa: il pendolo della regolamentazione e l'evoluzione degli orientamenti della Consob*, RDS, vol. 3, 2010, pp. 652-664.

²¹¹ Bruno F., Rozzi A., *"Dall'azione di risparmio all'azione sviluppo: il primo strumento finanziario ibrido qualificato"*, cit., pp. 832-843.

²¹² Mengoli S., Sandri S., *"Chi si rivede: le azioni di risparmio!"*, www.lavoce.info, 2008.

A ciò si aggiunge la peculiare attitudine delle azioni di sviluppo a dare vita a dinamiche societarie non particolarmente desiderabili, e altresì a comportamenti opportunistici di alcune categorie di soci nei confronti di altri, al punto da scoraggiarne quasi completamente l'utilizzo nelle società di capitali.

Alla luce di queste considerazioni, è possibile constatare, dai numerosi studi empirici condotti sul sistema finanziario italiano, che le società di capitali con azioni quotate in un mercato regolamentato del nostro Paese preferiscono ricorrere a meccanismi alternativi di attribuzione del diritto di voto in funzione della partecipazione al capitale sociale aventi l'obiettivo di acquisire il controllo societario con un investimento meno che proporzionale²¹³. Questi metodi presentano un elevato grado di opacità rispetto agli istituti previsti dal legislatore e sono rappresentati principalmente dalle strutture piramidali, ossia dalla tendenza degli imprenditori italiani a creare gruppi di imprese che permettono di conseguire una serie di benefici dal punto di vista finanziario e patrimoniale²¹⁴.

Le strutture piramidali sono formate generalmente da un'impresa capogruppo che acquisisce la partecipazione di controllo in altre imprese secondo il tipico meccanismo a cascata, in base al quale il socio o il gruppo di soci detentori del controllo nell'impresa a monte del gruppo è in grado di governare tutte le imprese in cui si detengono partecipazioni, con un investimento relativamente ridotto che genera un effetto leva del rapporto tra potere di controllo acquisito e quote di capitale sociale detenute²¹⁵.

A conferma di quanto appena detto, possiamo affermare che la situazione raffigurata in Italia nel 2012 documentava la vasta presenza di gruppi societari all'interno dei quali è possibile trovare le imprese di maggior dimensione del mercato borsistico, per una capitalizzazione complessiva superiore addirittura alla metà del totale di borsa²¹⁶.

²¹³ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., p. 50.

²¹⁴ Masulis R.W., Pham P.K., Zein J., *"Family business groups around the world: Costs and benefits of pyramids"*, in *Review of Financial Studies*, 2011.

²¹⁵ Bebchuk L., Kraakman R., Triantis G., *Stock Pyramids, cross-ownerships, and the dual class equity: the creation and agency costs of separating control from cash flow rights*, R.K. Morck (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, NBER Conference Report Series, Chicago and London, 2002, p. 295-315.

²¹⁶ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., p. 28.

3.2 *La prassi nelle società di capitali chiuse*

La situazione inerente l'utilizzo di modalità di attribuzione dei diritti di voto in eccezione al principio di proporzionalità tra proprietà finanziaria e potere sociale, all'interno delle società di capitali che non fanno ricorso al meccanismo della quotazione azionaria e che non presentano strumenti finanziari partecipativi diffusi tra il pubblico, è molto differente rispetto a quanto argomentato sopra in merito alle società di capitali aperte²¹⁷.

In seguito allo svolgimento di analisi approfondite, risulta che le società di capitali chiuse non hanno mai manifestato particolare interesse all'adozione di strumenti partecipativi diversi dalle azioni ordinarie, fino al momento dell'introduzione dei provvedimenti normativi dettati dalla Riforma delle società di capitali di inizio ventunesimo secolo.

A partire da questo momento, il legislatore ha reciso nettamente il tradizionale legame esistente tra potere sociale e rischio d'impresa assunto con la partecipazione azionaria, ammettendo la facoltà di prevedere nello statuto societario la creazione di azioni totalmente prive del diritto di voto. Quest'episodio segnò una svolta per le società di capitali chiuse, che iniziarono a sfruttare in pieno la possibilità di utilizzare i meccanismi di deviazione dal principio di proporzionalità nel periodo successivo all'intervento della Riforma del 2003, in tutte le configurazioni tecnicamente ammissibili dalla legge²¹⁸.

In particolare, si registra chiaramente la tendenza delle società chiuse a ricorrere all'emissione di azioni che si differenziano dalle azioni ordinarie per una serie di caratteristiche, rintracciabili nel conferimento di benefici di natura patrimoniale o amministrativa ai loro titolari, oppure nella postergazione della partecipazione alle perdite che intaccano il capitale sociale, in virtù del disposto dell'art. 2348, comma secondo.

Particolare diffusione è stata conosciuta dall'istituto del voto scaglionato, regolato dal legislatore al comma terzo dell'art. 2351 c.c., ossia dal metodo di correlazione del diritto di voto alla quota di capitale detenuta secondo un criterio che assegna un numero di voti

²¹⁷ Sagliocca M., *“Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”*, cit., pp. 927-929.

²¹⁸ Per una trattazione approfondita della materia, si veda Pomelli A., *“Rischio d’impresa e potere di voto nelle società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie”*, in *Giurisprudenza commerciale*, vol. I, 2008.

crescente in maniera non proporzionale all'aumentare del numero di azioni in possesso del titolare, e altresì dall'applicazione di un limite massimo al possesso azionario, tale per cui ogni socio può accrescere l'intensità del proprio potere sociale in assemblea tramite l'acquisto di azioni della società fino al raggiungimento di una soglia prestabilita di titoli posseduti, oltrepassata la quale il numero di voti esercitabili in assemblea si stabilizza al livello determinato nello statuto e l'acquisto di ulteriori azioni non conferisce diritti di voto aggiuntivi²¹⁹.

Le categorie azionarie speciali che sembrano aver ottenuto maggior successo rispetto alle altre sono quelle costituite dalle azioni a voto limitato e dalle azioni a voto condizionato al verificarsi di condizioni non meramente potestative, la cui previsione nello statuto societario è regolata dall'art. 2351 c.c., comma secondo; siamo di fronte ad una situazione di particolare delicatezza, in quanto la possibilità di esercitare il diritto di voto è completamente svincolata dal requisito del possesso azionario e quindi dallo status di socio, essendo legata soltanto ad un elemento oggettivo, qual è quello rappresentato dalla realizzazione di un evento opportunamente prestabilito dall'autonomia statutaria²²⁰. Queste tipologie azionarie vengono spesso utilizzate in luogo della previsione di clausole statutarie contenenti la statuizione di criteri oggettivi e soggettivi di preferenza richiesti per entrare in possesso delle azioni ordinarie della società; a tal proposito, le azioni a voto limitato producono lo stesso risultato e permettono, dunque, di operare una selezione all'ingresso tra i soggetti destinati ad esercitare un potere sociale in merito a determinati ambiti di interesse della vita societaria, rendendo altresì maggiormente omogenea e compatta la compagine dei soggetti detentori della maggioranza, che dispongono di un valido strumento per la realizzazione degli obiettivi comuni²²¹.

Una tipologia azionaria dalla portata decisamente innovativa, ma che finora ha ottenuto scarso successo tra le società di capitali chiuse, è rappresentata dalle azioni correlate ai risultati conseguiti dalla società in un determinato ambito operativo, sulla scorta del modello statunitense delle *tracking stocks*. Queste azioni sono equiparate a quelle di rango ordinario e conferiscono al loro titolare il diritto al godimento di un beneficio di

²¹⁹ Spolidoro M. S., "Il voto plurimo: i sistemi europei", cit., 2014.

²²⁰ Massella Ducci Teri B., *Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative*, cit., p. 761.

²²¹ Saggiocca M., "Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto", cit., pp. 928.

natura patrimoniale o amministrativa, in relazione all'attività della società in un settore prestabilito nello statuto, nel quale devono essere regolate altresì le modalità di produzione e accertamento dei dati prodotti in relazione a tale attività; il diritto in parola è liberamente modellabile dall'autonomia privata in ordine alla possibilità di configurare azioni correlate ai risultati in un determinato settore che attribuiscono diritto di voto limitato a particolari argomenti, condizionato al verificarsi di condizioni non meramente potestative oppure totalmente prive del diritto di voto²²².

Hanno ricevuto un moderato grado di apprezzamento anche gli strumenti finanziari diversi dalle azioni e dotati di privilegi di natura patrimoniale o del diritto di voto ad eleggere un membro del consiglio di amministrazione, del collegio sindacale o del consiglio di sorveglianza, disciplinati agli articoli 2346, 2349 e 2351 del codice civile, come modificati dalla Riforma delle società di capitali del 2003²²³.

Nonostante la grande libertà concessa ai privati, da parte del legislatore, circa la possibilità di scegliere tra una vasta gamma di strumenti azionari attraverso i quali delineare un assetto partecipativo del capitale sociale ritenuto ideale in rapporto alle proprie esigenze e finalità, all'utilizzo degli istituti legalmente previsti si è accompagnata la tendenza a ricomprendere negli statuti societari una serie di clausole o disposizioni che vanno oltre i confini della disciplina del diritto di voto nelle società di capitali, provvedendo alla realizzazione di situazioni che pregiudicano gli interessi di alcune categorie di soggetti legati in vario modo all'attività della società, e scatenando per tal via un intenso dibattito circa la presunta illegittimità di tali fattispecie²²⁴.

Gli esempi maggiormente esplicativi degli strumenti in parola sono rappresentati da clausole che istituiscono situazioni di *dual-class ownership* con la presenza di una netta disparità tra i diritti di una classe e quelli dell'altra²²⁵; clausole che attribuiscono poteri di veto o che subordinano l'esercizio del diritto di voto di una categoria di azionisti al voto favorevole di altra categoria²²⁶, istituendo così una condizione puramente potestativa;

²²² Bruno F., Rozzi A., *"Dall'azione di risparmio all'azione sviluppo: il primo strumento finanziario ibrido qualificato"*, cit., pp. 832-843.

²²³ Saggiocca M., *"Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo delle società per azioni"*, cit., pp. 326 ss.

²²⁴ Calvosa L., *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, Milano, 1999, pp. 169 ss.

²²⁵ Angelillis A., Vitali M. L., Notari M., *Azioni*, artt. 2346-2362, cit., pp. 471-472.

²²⁶ Opinione contraria alla legittimità di siffatta clausola statutaria è espressa da Campobasso G.F., *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, VI ed., M. Campobasso (a cura di), Torino, 2006, p. 215; parere favorevole in merito è invece espresso dal Consiglio Notarile di Milano, *Massima n. 73*, 25 novembre 2005.

oppure clausole che rimettono ogni decisione in merito alla elezione delle cariche sociali a gruppi ristretti di azionisti²²⁷.

²²⁷ Angelillis A., Vitali M. L., Notari M., *Azioni*, artt. 2346-2362, cit., p. 470.

Capitolo 3

Le azioni a voto multiplo nel panorama europeo ed internazionale

1. Gli studi della Commissione Europea

1.1 Un quadro generale

Abbiamo avuto modo di illustrare nel corso del lavoro che la maggior degli ordinamenti europei ha contemplato storicamente il principio di proporzionalità come modello tradizionale di riferimento per la scelta di un criterio di attribuzione dei diritti sociali in relazione all'entità della partecipazione finanziaria all'interno delle società di capitali, elevandolo al rango di norma dispositiva nei confronti della quale l'autonomia privata conservava grande libertà di autodeterminazione²²⁸.

Tale decisione del legislatore era giustificata alla luce della cogente necessità di tutelare gli interessi di diversa natura provenienti da più parti del mondo giuridico e dagli ambienti imprenditoriali propri dei Paesi in cui tale tendenza si era manifestata²²⁹; in particolare, all'opportunità tecnica e legale dell'utilizzo del principio di proporzionalità nelle attività d'impresa organizzate nella forma di società di capitali, nel senso che esso permetteva di realizzare una conciliazione ottimale tra diritto di voto conferito e rischio sopportato con l'investimento finanziario nel capitale sociale dell'organismo, per tal via conferendo un maggior grado di potere decisionale a quei soggetti che di tali scelte avrebbero risentito in misura maggiore rispetto agli altri²³⁰, si accompagnava l'esigenza di prevedere la possibilità che i privati potessero derogare ampiamente a tale disposizione legislativa, mettendo questi ultimi nella condizione di poter liberamente scegliere il metodo di

²²⁸ Spolidoro M. S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei"*, cit., 2014.

²²⁹ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., p. 11.

²³⁰ Jensen M.C., Meckling W.H., *"Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure"*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 1976, pp. 305–360.

attribuzione dei diritti sociali che meglio si conformasse alla realtà propria dell'impresa nello specifico, seppur con qualche limitazione variabile da ordinamento a ordinamento.

Il principio di proporzionalità, conosciuto anche con il nome di principio *"one share, one vote"*, costituiva dunque la regola generale, e ogni configurazione alternativa della partecipazione finanziaria nel capitale sociale, che da tale principio si discostava in misura più o meno rilevante, nei limiti di quanto stabilito dal legislatore nazionale, era considerata un'eccezione²³¹.

Un periodo di particolare interesse ai nostri scopi è rappresentato dai primi anni del ventunesimo secolo, in cui è possibile assistere ad una marcata accelerazione nel processo di globalizzazione dei mercati finanziari e al conseguente rinnovamento degli impulsi ideologici in direzione di quella armonizzazione economica e finanziaria tanto auspicata in ambito europeo e ancora lontana dall'ottenere una compiuta realizzazione²³².

Ed è proprio in questo contesto vivace e dinamico che la questione del diritto di voto nelle società di capitali ha acquisito notevole importanza, a livello sia nazionale che internazionale, al punto che numerosi sono stati gli sforzi che la Commissione Europea ha dedicato alla materia, finanziando e incoraggiando la produzione di studi e ricerche con l'obiettivo di far luce sull'atteggiamento dei legislatori nazionali e degli imprenditori europei nei confronti del principio di proporzionalità e delle deviazioni da esso, e altresì nell'ottica di fornire raccomandazioni in merito a misure adeguate e largamente condivisibili da adottare all'interno dei Paesi membri per uniformare la disciplina delle società di capitali²³³.

Il primo esempio di tale produzione letteraria è rappresentato dai lavori dell'*High Level Expert Group on Company Law*, organismo istituito dalla Commissione Europea con il preciso incarico di condurre indagini sperimentali e opere di consultazione a livello continentale al fine di fornire indicazioni per l'eliminazione delle barriere legislative esistenti in Europa e per la creazione di un ordinamento europeo di diritto societario flessibile e aggiornato, in considerazione della necessità di tutela degli investitori, delle esigenze della classe imprenditoriale e dell'impatto della tecnologia²³⁴.

²³¹ Spolidoro M. S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei"*, cit., 2014.

²³² Ferrarini G., *"Un'azione - un voto": un principio europeo?"*, cit., pp. 24 ss.

²³³ Lamandini M., *"Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto"*, cit., 2014.

²³⁴ Angelillis A., Vitali M. L., Notari M., *Azioni*, artt. 2346-2362, cit., p. 375.

All'interno del *Report on Issues Related to Takeover Bids* del 10 gennaio 2002 e del *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* del 4 novembre 2002, vengono affrontati una serie di argomenti particolarmente rilevanti di diritto finanziario e societario, quali possono essere il tema delle offerte pubbliche d'acquisto, la revisione del sistema finanziario generale, l'utilizzo della *disclosure* come strumento di regolazione del mercato, la *corporate governance* delle imprese *cross-border*, la tutela degli azionisti di minoranza, le strutture di gruppo piramidali, la trasparenza degli assetti governativi e altro ancora; ma soprattutto è possibile rintracciare la raccomandazione formulata dagli esperti con riferimento alla materia del diritto di voto nelle società di capitali, in base alle quale è strettamente necessario considerare l'utilizzo del principio di proporzionalità in maniera diffusa e uniforme su tutto il territorio come uno degli obiettivi di primaria importanza tra quelli che il legislatore si è prefisso di raggiungere in ordine al processo di armonizzazione europea²³⁵.

Sulla scia di questi orientamenti, il lavoro della Commissione Europea è proceduto attraverso la redazione degli *Action Plan* annuali, in uno dei quali, più precisamente quello del 2003, viene programmata la realizzazione di uno studio opportunamente dedicato all'analisi dei meccanismi di attribuzione dei diritti sociali ammessi dagli ordinamenti normativi dei Paesi membri e di quelli praticamente in uso all'interno delle società di capitali europee, con particolare attenzione alla valutazione dei sistemi che si discostano dal principio di proporzionalità e al grado effettivo del loro utilizzo, distinguendo tra meccanismi di rafforzamento del controllo e meccanismi di salvaguardia della stabilità del governo societario.

Il lavoro di ricerca di cui trattasi fu preparato congiuntamente dall'*Institutional Investor Services*, dallo *European Corporate Governance Institute* e dallo studio legale *Sherman & Sterling* nel 2007, e ha per oggetto la struttura finanziaria e la base azionaria di più di quattrocento imprese quotate operanti in circa sedici Stati membri dell'Unione Europea; esso comprende altresì una revisione completa della letteratura teorica e dell'analisi empirica registrata negli anni a riguardo della materia del diritto di voto nelle società di capitali e un'illustrazione approfondita del rapporto tra i meccanismi di correlazione del potere sociale alla partecipazione finanziaria nella società e la figura dell'investitore

²³⁵ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *“Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo”*, cit., p. 12.

operante sul mercato dei capitali, in termini di percezione da parte di quest'ultimo nei confronti dei metodi di attribuzione dei diritti sociali, dell'influenza esercitata sull'investitore dalla struttura partecipativa della società e delle decisioni di investimento prese dagli operatori in relazione all'assetto governativo dell'organismo sociale²³⁶.

Alla luce di quanto appena detto, quello realizzato nel 2007 rappresenta il lavoro di maggior interesse tra quelli preparati in seno alla Commissione Europea, e per tale ragione i risultati emersi dalle indagini saranno commentati con un maggior grado di dettaglio nei paragrafi successivi della trattazione.

In periodi più recenti, negli ambienti europei è tornato attuale il dibattito inerente il principio di proporzionalità e la possibilità di attuare deviazioni da esso in misura più o meno marcata, in seguito alla consistente opera di sensibilizzazione svolta dalla Commissione Europea circa la necessità di improntare la struttura partecipativa delle società di capitali sulla base di metodi di attribuzione dei diritti di voto che forniscano incentivi per l'effettuazione di investimenti con un orizzonte temporale di lungo periodo, così come affermato sia all'interno del *Piano d'Azione* per la modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario del 2012 sia nel *Libro Verde della Commissione Europea* del 2013²³⁷; gli orientamenti formulati in tal senso forniscono raccomandazioni anche in merito alle modalità con cui perseguire i suddetti obiettivi, incoraggiando le imprese all'utilizzo di strumenti opportunamente concepiti a tale scopo, tra i quali rintracciamo principalmente l'emissione di azioni di fedeltà a voto multiplo, sul modello di quelle già in uso nell'ordinamento francese, con cui è possibile incrementare l'interesse dell'azionista nei confronti della società attraverso l'implementazione di un meccanismo premiale che conferisce al socio il beneficio del voto maggiorato in seguito alla detenzione dell'azione per un periodo di tempo prolungato²³⁸.

E' sulla base di queste linee guida che il legislatore italiano ha provveduto ad aggiornare l'ordinamento normativo del nostro Paese con l'introduzione del decreto Competitività

²³⁶ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., p. 7.

²³⁷ All'interno del Libro Verde, *Il finanziamento a lungo termine dell'economia europea*, emanato in data 25 marzo 2013 dalla Commissione Europea, è possibile leggere che, tra gli obiettivi del processo di armonizzazione europea, compare quello rivolto alla formulazione di idee "...volte ad incoraggiare una maggiore partecipazione a lungo termine degli azionisti, ... analizzando ad esempio l'eventualità di opzioni per la concessione di diritti di voto potenziati o di dividendi superiori agli azionisti di lungo termine".

²³⁸ Lamandini M., *"Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto"*, cit., 2014.

nel 2014, allineando la disciplina finanziaria e societaria interna alle disposizioni provenienti dagli ambienti europei²³⁹.

1.2 Il principio di proporzionalità negli ordinamenti dei Paesi europei

Come affermato pocanzi, lo studio realizzato nel 2007 dall'*Institutional Investor Services*, dallo *European Corporate Governance Institute* e dallo studio legale *Sherman & Sterling* su disposizione della Commissione Europea, servendosi di una rete operativa e informativa costruita sul lavoro e sulla collaborazione di un grande numero di esperti, organismi istituzionali ed enti privati dislocati su tutto il territorio europeo, fornisce tutti gli elementi necessari per la definizione completa e sistematica, con un elevato grado di dettaglio, del quadro europeo inerente l'utilizzo del principio di proporzionalità.

Per giungere a simili risultati, i ricercatori hanno condotto un'analisi che si è sviluppata attraverso varie fasi, prima fra tutte quella dell'individuazione e illustrazione dei meccanismi di correlazione tra potere sociale e proprietà finanziaria realmente esistenti nella pratica economica, che costituiscono eccezioni dall'applicazione del principio di proporzionalità²⁴⁰.

E' stato individuato un numero consistente di meccanismi di attribuzione dei diritti sociali, caratterizzati da maggiore o minore grado di opacità, contemplati negli ordinamenti dei Paesi membri e adottati dalle imprese europee. Essi possono essere ricondotti sostanzialmente all'esistenza di tre macrogruppi principali: in primo luogo, troviamo i meccanismi di rafforzamento del controllo societario, già illustrati in precedenza, all'interno dei quali possiamo comprendere anche le strutture di gruppo cosiddette piramidali; in secondo luogo, annoveriamo i meccanismi di garanzia della stabilità del controllo societario, anch'essi già affrontati in questa trattazione, rappresentati principalmente da azioni privilegiate, dalla previsione statutaria di tetti minimi o massimi

²³⁹ Sagiocca M., "Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto", cit., pp. 942-947.

²⁴⁰ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., p. 7.

al possesso azionario e dal voto scaglionato; ulteriori metodi di assegnazione dei diritti sociali sono costituiti da opportune previsioni legislative in ordine alle modalità di fare impresa, quale può essere la società in accomandita per azioni, da particolari strumenti partecipativi ideati in occasione di eventi straordinari, ad esempio le *golden shares* in sede di privatizzazione, oppure da pratiche diffuse tra particolari gruppi di soci, come i patti parasociali²⁴¹.

La fase successiva ha riguardato la valutazione dell'atteggiamento dei regolatori nazionali nei confronti del principio di proporzionalità, procedendo ad esaminare tutte le modalità con cui le imprese operanti nel territorio europeo sono legittimate ad implementare la struttura partecipativa del loro capitale sociale, e impostando per tal via un confronto serrato tra l'insieme di ordinamenti normativi presi in considerazione.

All'interno del campione di Paesi analizzati, consistente di diciannove ordinamenti giuridici, è possibile riscontrare un atteggiamento generalizzato che vede i legislatori nazionali porsi a metà strada tra l'adozione del principio di proporzionalità e la liberalizzazione totale dei meccanismi di assegnazione dei diritti di voto nelle società di capitali²⁴².

Nessuna tra le discipline analizzate dispone la stretta applicazione del principio di proporzionalità o di qualsivoglia altro principio di correlazione, ed anche gli ordinamenti che conferiscono al principio "un'azione, un voto" il potere di norma dispositiva, tra i quali registriamo quelli di Belgio, Germania, Estonia, Grecia, Spagna, Lussemburgo e Polonia, ammettono l'esistenza di eccezioni da siffatta previsione, con l'ammissione di strumenti come azioni privilegiate senza diritto di voto, strutture di gruppo piramidali e patti parasociali in ogni ordinamento, e la legittimazione all'introduzione di tetti statuari al possesso delle azioni o all'esercizio del diritto di voto soltanto in Belgio, in Spagna e in Polonia. Quello appena esposto rappresenta indubbiamente il risultato di maggior interesse emerso dallo studio²⁴³.

²⁴¹ Spolidoro M. S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei"*, cit., 2014.

²⁴² Massella Ducci Teri B., *"Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative"*, cit., p. 765.

²⁴³ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., p. 14-22.

L'indagine evidenzia chiaramente che in quasi tutte le diciannove giurisdizioni oggetto di studio è presente l'utilizzo di almeno sei meccanismi di attribuzione del diritto di voto in alternativa al principio di proporzionalità, e circa la metà dei Paesi membri prevede la facoltà di derogare in qualsiasi modo al principio di proporzionalità, scegliendo meccanismi di correlazione tra quelli pocanzi menzionati, e altresì di instaurare una convivenza tra metodi diversi all'interno della stessa società.

In ogni caso, giova sottolineare che i risultati prodotti con l'attività di ricerca in parola evidenziano i grandi progressi realizzati nel campo dell'autonomia privata che, a prescindere dal contesto legislativo e sociale considerato, pone attualmente i soggetti di diritto in condizione di poter beneficiare di un elevato grado di libertà concesso dal legislatore, mai registrato in passato, in perfetta contro tendenza rispetto al processo di standardizzazione della materia del diritto finanziario e societario all'interno delle codificazioni nazionali che andava sviluppandosi fino agli anni iniziali del ventunesimo secolo²⁴⁴.

Bisogna tuttavia segnalare che tale libertà non è affatto assoluta, in quanto i legislatori nazionali si sono mostrati consapevoli e attenti ad una serie di problemi che l'utilizzo dei meccanismi di attribuzione dei diritti sociali in alternativa al principio di proporzionalità possono causare, rappresentati ad esempio dall'esigenza di tutela degli azionisti di minoranza, dalla possibilità di dare vita ad abusi della normativa e dalla necessità di trasparenza avvertita dagli investitori²⁴⁵.

Normalmente, l'utilizzo dei meccanismi di attribuzione dei diritti sociali è tenuta sotto stretta osservazione nei casi in cui c'è maggiore possibilità di configurare violazioni più o meno marcate dei principi alla base della struttura giuridica nazionale o di regole di funzionamento del sistema economico generale, diffusi allo stesso modo in tutte le realtà analizzate, come ad esempio tutte quelle circostanze che vedono protagonisti strumenti partecipativi che apportano privilegi ad una categoria esclusiva di soci o permettono di ottenere benefici privati dalla conduzione dell'attività sociale, comportamenti individuali o decisioni societarie che agiscono chiaramente contro l'interesse della società o a vantaggio di soggetti terzi, pratiche sleali nei confronti dei *competitor* presenti sul

²⁴⁴ Saggiocca M., "Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto", cit., pp. 923-926.

²⁴⁵ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., p. 14-22.

mercato od orientate al perseguimento di scopi illeciti, atti che pregiudicano gli interessi dei soci di minoranza o costituiscono impedimenti alla realizzazione della sana e prudente gestione dell'organismo sociale.

Per queste ragioni, negli ordinamenti legislativi possiamo trovare una serie di disposizioni di diritto finanziario e societario che costituiscono limitazioni vere e proprie all'utilizzo dei metodi di correlazione dei diritti di voto, aventi l'obiettivo di introdurre opportune misure a protezione degli azionisti di minoranza, oltreché requisiti richiesti per entrare in possesso dei titoli societari e specifiche norme di regolazione della *disclosure* societaria.

Proprio la trasparenza informativa rappresenta da sempre uno dei temi affrontati con grande decisione dagli organismi europei, data la grande importanza riconosciuta al problema della tutela degli investitori e dunque alla necessità di approntare strumenti opportuni a garantire la conservazione della fiducia degli operatori del mercato nei confronti del sistema economico e finanziario generale²⁴⁶.

Il provvedimento di maggior rilievo prodotto in ambito comunitario è costituito senza dubbio dalla "*Transparency Directive*", emanata dal Parlamento Europeo nel 2004 e implementata dalle disposizioni del Consiglio Europeo nell'anno successivo, con l'obiettivo di introdurre una serie di obblighi da rispettare in materia di trasparenza informativa e degli assetti societari, da realizzare e garantire in ogni fase dell'esistenza degli strumenti finanziari partecipativi, a partire dall'emissione fino a quella dell'estinzione, passando per tutti gli avvenimenti intermedi che possono caratterizzare la vita di un'azione²⁴⁷.

La Direttiva ha fornito un contributo essenziale in ordine al processo di convergenza delle discipline finanziarie e societarie nazionali verso l'adozione di misure largamente condivise e compatibili con la totalità delle realtà interne agli Stati membri dell'Unione.

Gli obblighi di cui si prescrive l'osservanza, se analizzati più da vicino, sostanzialmente coincidono, da un lato, con l'insieme di precauzioni già adottate in precedenza dai Paesi in esame in maniera autonoma e solo in parte in recepimento di raccomandazioni non vincolanti formulate dalla Commissione Europea, tra i quali rintracciamo l'obbligo di deposito del materiale informativo, la pubblicazione nella gazzetta ufficiale, la

²⁴⁶ Ferrarini G., "*Un'azione - un voto: un principio europeo?*", cit., 2006.

²⁴⁷ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., p. 14-22.

comunicazione preventiva a soci e a terzi, oltreché all'autorità di vigilanza che ne deve autorizzare l'emissione, l'obbligo di pubblicazioni periodiche e di informativa in occasione di eventi eccezionali; dall'altro lato, si deve sottolineare il rafforzamento della normativa predisposta dagli organismi europei in riferimento a quegli strumenti partecipativi che richiedono un grado di attenzione e un livello di competenza più elevati in virtù delle loro capacità di attuare deviazioni particolarmente consistenti del principio di proporzionalità, rischiando di arrecare pregiudizio a determinate categorie di soggetti coinvolti a vario titolo nell'attività d'impresa²⁴⁸.

A mio avviso, da non sottovalutare è anche l'idea che il comportamento degli investitori attivi sul mercato dei capitali è sottoposto all'influenza determinante esercitata dal meccanismo decisionale sottostante l'implementazione dei criteri di correlazione dei diritti sociali²⁴⁹. L'attribuzione del potere di stabilire l'emissione e definire le caratteristiche di una determinata categoria azionaria o di qualsiasi altro strumento partecipativo, che può essere rimesso all'assemblea generale, al consiglio di amministrazione o all'approvazione di un organo competente, può avvenire secondo schemi differenti da ordinamento a ordinamento e ha conseguenze rilevanti in tema di percezione della rischiosità e della trasparenza dell'assetto societario da parte degli operatori del mercato²⁵⁰.

La possibilità di utilizzare una vasta gamma di deviazioni dal principio di proporzionalità non è presupposto sufficiente affinché tali sistemi siano concretamente utilizzati nelle imprese, a causa del fatto che ogni società delinea e costruisce la propria struttura partecipativa secondo modalità che si conformano alla specifica realtà societaria in essere, in dipendenza solamente relativa dall'insieme di strumenti messi a disposizione dall'ordinamento²⁵¹.

Ciò è diretta conseguenza del fatto che le pratiche di mercato maggiormente rilevanti all'interno degli ambienti economici nazionali e le aspettative dei consumatori e degli investitori operanti nel mercato giocano un ruolo di fondamentale importanza nella

²⁴⁸ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., pp. 14-22.

²⁴⁹ Burkart M., Lee S., *"One Share-One Vote: The Theory"*, cit., pp. 1-49.

²⁵⁰ Lamandini M., *"Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto"*, cit., 2014.

²⁵¹ Ferrarini G., *"Un'azione - un voto": un principio europeo?"*, cit., 2006.

determinazione degli assetti governativi delle società quotate e nella selezione dei meccanismi di correlazione dei diritti sociali da utilizzare per implementarli²⁵².

Se scendiamo nel dettaglio, i meccanismi di rafforzamento del controllo che hanno ottenuto riconoscimento legislativo in tutte le giurisdizioni ma che presentano, nella pratica, un tasso di utilizzo minore rispetto a quanto ci si potesse attendere, sono costituiti dalle strutture di gruppo piramidali, dai patti parasociali e dalle partecipazioni incrociate; al contrario, molti ordinamenti si mostrano riluttanti all'ammissione di strumenti partecipativi che deviano dal principio di proporzionalità in senso minoritario, decretando cioè una soppressione totale o parziale del diritto di voto, come azioni senza voto o tetti al possesso azionario, ma una discreta percentuale di società sembra farne concretamente uso²⁵³.

Dall'analisi emerge un altro profilo che necessita di grande attenzione: facciamo riferimento alla marcata tipicità dei meccanismi di attribuzione dei diritti sociali in relazione ad un insieme di caratteristiche proprie delle realtà nazionali nelle quali essi si instaurano, come già affermato in precedenza in questa trattazione²⁵⁴. Per comprendere a fondo la *ratio* di determinate strutture partecipative predisposte dalle imprese, non c'è dubbio che nella maggior parte dei casi è necessario tenere in considerazione non solo l'ambiente specifico della società in questione, bensì anche il contesto socio-economico all'interno del quale si svolge l'attività dell'impresa, la tradizione legislativa e culturale del Paese di riferimento e i tratti peculiari dell'ordinamento giuridico che ne regola l'operatività; senza questi elementi, non è possibile inquadrare in maniera completa e sistematica le prassi di impiego dei meccanismi di correlazione dei diritti sociali all'interno delle giurisdizioni nazionali, né tantomeno saremmo in grado di effettuare confronti tra società operanti nell'ambito di legislazioni nazionali differenti²⁵⁵.

Più in particolare, gli aspetti di cui trattasi possono essere identificati nelle procedure di elezione e rimozione dalla carica di amministratori, sindaci o membri del consiglio di

²⁵² Burkart M., Lee S., *"One Share-One Vote: The Theory"*, cit., pp. 1-49.

²⁵³ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., p. 14-22.

²⁵⁴ Angelillis A., Vitali M. L., Notari M., *Azioni*, artt. 2346-2362, cit., p. 375.

²⁵⁵ Ferrarini G., *"Un'azione - un voto": un principio europeo?"*, cit., 2006.

sorveglianza così come attuate realmente nella pratica economica e altresì quelle contemplate all'interno dei codici nazionali; nell'atteggiamento del legislatore nei confronti dei soci di minoranza, con particolare riguardo all'eventualità che sia prevista un'apposita regolamentazione per l'operatività dei gruppi minoritari che tenga conto di ogni profilo della loro organizzazione, come ad esempio le modalità di convocazione delle assemblee speciali e di intervento in quelle generali, e in più gli strumenti posti a loro disposizione da parte del legislatore per l'esercizio dei poteri conferiti dal possesso azionario e in ordine alla tutela dei propri diritti nei confronti degli azionisti maggioritari; nella peculiare normativa preposta alla disciplina dei momenti essenziali della vita della società, quali possono essere l'assemblea generale ed i poteri di intervento in essa, le circostanze in cui si verificano offerte pubbliche d'acquisto, gli aumenti di capitale e l'emissione di strumenti partecipativi del capitale sociale.

A mio avviso, giova sottolineare come alcuni Paesi, rappresentati da Danimarca, Germania, Finlandia, Francia, Italia, Olanda, Svezia e Ungheria, richiedano soglie di partecipazione al capitale sociale equivalenti ad una quantità pari almeno al cinque per cento del totale in ordine alla facoltà di proporre la discussione di particolari argomenti in sede assembleare, al contrario rispetto a Belgio, Lussemburgo, Polonia e Regno Unito i cui legislatori si mostrano leggermente più austeri e innalzano la soglia minima al dieci per cento del capitale sociale rappresentato da voto²⁵⁶.

La stessa soglia del cinque per cento è stabilita in Francia, Germania, Spagna e Ungheria per essere ammessi a godere della possibilità di organizzare la compagine azionaria di minoranza tramite assemblee speciali e altri strumenti a tale scopo predisposti dal legislatore, mentre livelli maggiori di capitale sono richiesti in Belgio e Grecia e addirittura negli Stati Uniti non esistono disposizioni orientate in tal senso.

Particolarmente differenziata è la normativa a riguardo della sfera giuridica di diritti e doveri propri di amministratori o di qualsiasi altro soggetto che viene eletto a ricoprire un ruolo gestionale o di controllo all'interno della società. In alcuni ordinamenti è possibile procedere alla rimozione del soggetto dalla carica elettiva solo in conseguenza del realizzarsi di determinate circostanze, da verificare con metodi differenti caso per caso, mentre in altri non è necessario giustificare tale decisione da parte dei soci; alcuni

²⁵⁶ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., p. 14-22.

predispongono particolari garanzie a tutela degli amministratori e del loro operato, subordinando a deliberazione assembleare da adottare con maggioranze più o meno qualificate o al giudizio di altro organo competente in materia, qualsiasi decisione inerente provvedimenti da adottare nei confronti del soggetto in questione.

1.3 La diffusione del voto plurimo tra le imprese europee

Il lavoro di ricerca di cui trattasi procede attraverso un'ulteriore fase di analisi, rappresentata dalla valutazione in merito alla frequenza e all'effettività con cui le imprese inserite all'interno del campione di indagine hanno concretamente fatto ricorso all'utilizzo dei meccanismi di attribuzione dei diritti sociali che costituiscono deviazioni dal principio di proporzionalità.

La base campionaria esaminata è la stessa di quella utilizzata nelle precedenti fasi di ricerca, composta, come già affermato, da un numero di imprese superiore alle quattrocento unità, operanti in un perimetro territoriale di sedici Stati europei con l'aggiunta di tre giurisdizioni extraeuropee, con l'unica differenza che per giungere ai risultati di maggior rilievo prodotti in questa sezione, i ricercatori hanno suddiviso l'insieme di imprese in due sottogruppi, quello delle società quotate di grandi dimensioni e quello delle società quotate in periodi recenti e aventi dimensioni contenute, a causa del sussistere di evidenti divergenze nell'adozione di strumenti partecipativi da parte delle società in virtù della loro capitalizzazione di mercato²⁵⁷.

Appare chiaro che esse rappresentano una porzione numericamente limitata rispetto al totale delle imprese operanti sul territorio europeo, ma la capitalizzazione complessiva che ne risulta è ampiamente superiore alla metà del valore totale di mercato delle società quotate nei mercati europei oggetto di analisi.

Le evidenze che emergono dallo studio mostrano chiaramente che una percentuale di imprese pari a poco più della metà di quelle esaminate non ricorre ai meccanismi di

²⁵⁷ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., p. 23-35.

attribuzione dei diritti sociali alternativi al principio di proporzionalità, e che la restante parte dispone ampiamente l'utilizzo di strumenti partecipativi aggiuntivi rispetto alle azioni ordinarie; i Paesi nei quali si registra il più alto tasso di impiego sono Belgio, Francia, Spagna, Svezia e Ungheria, sebbene sia evidente come questa tendenza presenti notevoli variazioni nel passaggio da ordinamento a ordinamento e all'interno dei due gruppi di società.

Tra le imprese quotate di grandi dimensioni, circa la metà fa ricorso a meccanismi di rafforzamento del controllo, mentre tra le emittenti azioni ammesse recentemente alle negoziazioni in mercati regolamentati o aventi dimensioni ridotte rispetto alle prime, questa pratica è diffusa per appena un quarto del numero totale; lascia perplessi come nel primo gruppo sia possibile notare una discreta varietà di strumenti partecipativi utilizzati, al contrario rispetto al secondo, in cui diminuisce sia il loro numero sia la varietà, anche se in entrambi si nota che i meccanismi di controllo più diffusi sono rappresentati dalle strutture di gruppo piramidali, dalle azioni a voto plurimo e dai patti parasociali²⁵⁸.

Le informazioni che hanno permesso ai ricercatori di delineare un siffatto quadro in materia di diritto di voto nelle società di capitali sono state reperite da una serie di fonti che ne assicurano la veridicità e la stretta aderenza alla realtà, quali possono essere i report informativi periodici pubblicati dalle stesse imprese, articoli redatti sulla base di studi condotti da associazioni di categoria, relazioni di conferenza e seminari, informazioni a disposizione degli investitori e proveniente da altre autorevoli fonti pubbliche o private.

Un rapido sguardo all'esterno del contesto europeo permette di notare come la prassi economica maggiormente in uso negli Stati Uniti è quella di creare strutture partecipative del capitale sociale improntate al rispetto del principio di proporzionalità e quindi all'utilizzo di strumenti finanziari nella forma di azioni ordinarie²⁵⁹; in riferimento all'elevato numero di imprese con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati statunitensi, sono ancora pochi, ma in sembrano in rapida crescita, i casi di

²⁵⁸ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., p. 23-35.

²⁵⁹ Easterbrook F. H., Fischel D. R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard, 1996, p. 88.

impiego di assetti societari *dual-class*²⁶⁰ o di azioni con diritto di voto plurimo e diritto di voto limitato, come d'altronde si rileva la quasi totale assenza di previsioni statutarie in merito all'istituzione di tetti massimi al possesso azionario²⁶¹.

In Giappone la situazione appare alquanto simile a quella appena descritta: la stragrande maggioranza delle società quotate preferisce ricorrere alle azioni ordinarie in luogo delle deviazioni al principio di proporzionalità contemplate nello studio in esame²⁶².

Una trattazione dettagliata di ciò che avviene all'interno degli ordinamenti di alcuni Paesi europei, come la Francia e la Germania, in materia di diritti di voto nelle società di capitali, e altresì all'interno della giurisdizione statunitense, in quanto casi di particolare interesse rispetto agli altri, sarà condotta più avanti nel presente capitolo.

1.4 *Influenza sugli investitori*

La Commissione Europea ha ritenuto necessario che, nell'ottica del completamento dell'imponente opera di ricerca sulla struttura partecipativa e sugli assetti governativi caratterizzanti le imprese attive su tutto il territorio europeo, nel rispetto delle disposizioni previste dai rispettivi ordinamenti legislativi nazionali in tal senso, fosse realizzato un sondaggio da porre all'attenzione di tutti quei soggetti che operano sul mercato finanziario e che per tale ragione si trovano a fronteggiare in maniera diretta la presenza dei meccanismi di attribuzione dei diritti sociali approntati dalle società²⁶³.

Il sondaggio è rivolto ad un numero consistente di investitori istituzionali, tutti operativi nel mercato europeo e con sede legale nel territorio continentale o internazionale, per una mole complessiva di capitale gestito molto elevata, ed ha come scopo quello di valutare se e con quali modalità l'esistenza di criteri di correlazione dei diritti di voto

²⁶⁰ Si veda Chemmanur T. J., Jiao Y., "Dual class IPOs: A theoretical analysis", in *Journal of Banking & Finance*, vol. 36, 2012, pp. 305-319.

²⁶¹ Sacchi Ginevri A., "The Rise of Long-Term Minority Shareholders' Rights in Publicly Held Corporations and Its Effects on Corporate Governance", in *European Business Organization Law Review*, vol. 12, 2011, pp. 587 ss.

²⁶² ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., p. 23-35.

²⁶³ Burkart M., Lee S., "One Share-One Vote: The Theory", cit., pp. 1-49.

alternativi rispetto al principio di proporzionalità influenza le decisioni di investimento degli attori del mercato finanziario, in ordine al principio secondo cui l'utilizzo degli strumenti partecipativi all'interno delle società di capitali è determinato dalle pratiche economiche e dalle aspettative degli investitori.

Come prima cosa, si è cercato di comprendere nello specifico qual è la reale percezione che gli investitori hanno a riguardo dei meccanismi di rafforzamento del controllo e se sono consapevoli del loro ruolo di elemento chiave nella processo di scelta dell'allocazione del denaro sul mercato dei titoli.

Ciò che sembra immediatamente evidente è rappresentato dall'atteggiamento di generale ostilità manifestato dall'intero campione di soggetti intervistati nei confronti dell'utilizzo di siffatti meccanismi, con una percezione di indifferenza solamente per le azioni senza voto e le strutture legislative peculiari predisposte dallo stesso legislatore, quali ad esempio le previsioni di maggioranza qualificata in determinati casi, e altresì il tendenziale incremento di questa considerazione negativa al crescere dell'entità del patrimonio investito.

Appare chiaro che la stragrande maggioranza degli investitori oggetto di indagine si mostra consapevole dell'importanza strutturale dei meccanismi di controllo e dichiara di considerare la loro presenza all'interno di una società come uno degli elementi essenziali per la valutazione di una strategia di investimento, facendo in modo di attribuire ad essi il giusto valore economico nell'ambito dell'operazione finanziaria e dedicando un maggior grado di attenzione a quelli che sembrano dare vita a situazioni particolarmente critiche, come ad esempio le azioni a voto plurimo, le strutture piramidali e i limiti al possesso azionario²⁶⁴.

La constatazione dell'utilizzo di metodi di correlazione non proporzionali si traduce in una serie di comportamenti pratici da parte dei manager degli organismi istituzionali che, insieme alla valutazione di altre componenti chiave, contribuisce alla formulazione del giudizio circa l'opportunità di effettuare l'investimento o meno.

Di solito, la tendenza generale è quella di considerare ogni situazione in maniera specifica e distinta oppure quella di valutare innanzitutto il rendimento atteso dell'investimento, a prescindere dalla presenza degli strumenti partecipativi in questione; in molte

²⁶⁴ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., p. 23-35.

circostanze, è possibile anche che le figure gestionali e sociali provvedano a implementare misure aggiuntive di rafforzamento in ordine al processo decisionale orientato a deliberare in merito all'impiego del capitale, o ancora che gli investitori siano intenzionati ad instaurare un rapporto con la società emittente al fine di giungere a compromessi circa la possibilità di ottenere compensazioni sul piano dei diritti sociali o patrimoniali in conseguenza dell'acquisto di strumenti partecipativi diversi dalle azioni ordinarie.

Sono stati registrati altresì casi in cui gli organismi istituzionali si mostrano a prescindere completamente predisposti o assolutamente avversi ad investire capitale in determinate società soltanto in virtù della presenza di specifici assetti partecipativi del capitale sociale che per loro rappresentano situazioni finanziarie particolarmente favorevoli o, contrario, decisamente svantaggiose.

Proprio per tali ragioni, è evidente, a mio avviso, che sussistono aspetti ai quali i manager conferiscono maggiore importanza rispetto agli schemi di attribuzione dei diritti sociali; molto spesso, dunque, gli investimenti vengono portati a termine nonostante la presenza di tali meccanismi, e queste decisioni sono giustificate alla luce di motivazioni di profittabilità finanziaria ed economica, di interesse nei confronti della particolare struttura di corporate governance della società, delle strategie e dei piani di sviluppo, del favorevole contesto regolamentare nazionale, o ancora, della performance economica dell'impresa, delle competenze gestionali dei manager, delle modalità con cui viene predisposta la struttura partecipativa tramite l'utilizzo di meccanismi che deviano dal principio di proporzionalità o di altri fattori rilevanti²⁶⁵.

I motivi principali che permettono invece agli organismi istituzionali di maturare un atteggiamento di netta ostilità, e molto spesso di rifiuto, verso opportunità di investimento caratterizzate dalla coesistenza di meccanismi di attribuzione dei diritti sociali in eccezione al principio di proporzionalità, sono rappresentati generalmente dalla possibilità che questi ultimi diano luogo a insanabili conflitti di interesse tra i soggetti incaricati della gestione e i titolari della proprietà finanziaria della società, dalla loro capacità di costituire un ostacolo alla realizzazione di trasferimenti di proprietà o di controllo in ordine alle logiche di efficienza del mercato, dal fatto che molto spesso vengono formalizzati e utilizzati dai manager con l'obiettivo di sopprimere i diritti dei soci

²⁶⁵ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., p. 23-35.

di minoranza oppure dagli stessi azionisti maggioritari al fine di ottenere una concentrazione del controllo societario in mano ad un numero limitato di persone, da cui conseguono, secondo indagini empiriche, strategie di business non ottimali e altresì un abbassamento della performance economica della società.

Non c'è dubbio che la percezione negativa dei metodi di rafforzamento del controllo è influenzata in maniera decisiva anche dall'idea secondo cui l'impiego di un sistema che devia dal principio di proporzionalità rende meno trasparente la struttura del processo decisionale alla base della società, con conseguenze rilevanti sul piano del potere effettivo esercitato dai titolari delle azioni in ambito gestionale e altresì su quello della tutela dei soci di minoranza, molto spesso considerati impedimenti insuperabili per lo svolgimento dell'attività d'impresa improntata ai criteri della sana e prudente gestione²⁶⁶. La grande maggioranza degli intervistati ritiene che la giusta compensazione per procedere all'investimento nonostante la presenza dei meccanismi di correlazione alternativi sia quella di ottenere uno sconto sul prezzo delle azioni da acquistare, anche se molto spesso l'agevolazione applicata sul prezzo del titolo azionario è considerata implicitamente come uno tra i numerosi effetti provocati sulla struttura societaria dal meccanismo stesso²⁶⁷.

Osservando il quadro del contesto europeo fin qui delineato, sembra non sia possibile rintracciare una soluzione comune da poter applicare in modo uniforme per porre rimedio problema dell'investimento finanziario in relazione alla presenza dei meccanismi di attribuzione dei diritti di voto diversi dal principio di proporzionalità nelle società di capitali. L'approccio più opportuno da adottare resta pertanto quello della considerazione di ogni singolo caso nello specifico, con la valutazione degli elementi favorevoli e sfavorevoli per la realizzazione dell'investimento in dipendenza della particolare situazione prospettata volta per volta²⁶⁸.

C'è un aspetto che, a mio avviso, sembra rivestire importanza maggiore rispetto agli altri in questo senso, e si tratta della *disclosure finanziaria*; nel momento in cui è stato condotto lo studio, all'interno delle giurisdizioni degli Stati europei ed extraeuropei esaminati si registravano già da alcuni anni disposizioni volte a garantire elevati livelli di

²⁶⁶ Ferrarini G., ““Un’azione - un voto”: un principio europeo?”, cit., pp. 24 ss.

²⁶⁷ Spolidoro M. S., “Il voto plurimo: i sistemi europei”, cit., 2014.

²⁶⁸ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., p. 23-35.

tutela dell'investitore da attuare per mezzo dell'implementazione di misure di trasparenza informativa a carico delle imprese con titoli ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati. Nonostante ciò, dal sondaggio sembra emergere una marcata necessità di incrementare ulteriormente la dimensione di questa tutela, in termini sia di accelerazione delle tempistiche di emanazione, ricezione e applicazione delle disposizioni legislative, sia di effettiva concretizzazione da parte dei soggetti incaricati, in quanto la maggiore disponibilità di informazioni dettagliate e aggiornate al servizio degli investitori ha effetti ampiamente positivi sulla fiducia di questi ultimi e dunque sull'efficienza dei meccanismi del mercato dei capitali, da cui le imprese potrebbero trarre immediato e decisivo giovamento²⁶⁹.

²⁶⁹ Burkart M., Lee S., *"One Share-One Vote: The Theory"*, cit., pp. 1-49.

2. *Gli orientamenti provenienti dalla letteratura*

2.1 *L'analisi teorica delle implicazioni sull'impresa della struttura partecipativa*

Il principio “un’azione, un voto” in base al quale al possesso del titolo azionario è associato il potere di esercitare il diritto di voto in maniera proporzionale nell’assemblea generale degli azionisti della società, oltre a rappresentare da sempre il modello elettivo di riferimento prescelto dal legislatore al fine di orientare la scelta del sistema più idoneo da utilizzare all’interno dell’organismo sociale²⁷⁰, ha dato vita ad un intenso dibattito in letteratura in virtù della sua capacità di costituire il principale strumento di bilanciamento e dimensionamento delle sfere giuridiche di diritti e doveri dei soggetti che immettono capitale di rischio nell’attività d’impresa e altresì una delle modalità attraverso cui è possibile migliorare il processo di massimizzazione del valore della società²⁷¹.

Per questa ragione, nel corso degli anni un gran numero di esponenti del mondo giuridico ed economico, di provenienza europea o extraeuropea, ha profuso notevole impegno alla ricerca di un sistema che potesse rappresentare la migliore soluzione al problema della correlazione dei diritti sociali alla partecipazione finanziaria, con la conseguenza di produrre un’elevata mole di materiale letterario in cui è possibile rintracciare le più variegate teorie a riguardo²⁷².

Sembra esistere una certa uniformità d’intenti circa l’idoneità del principio di proporzionalità di contribuire alla costruzione di un assetto partecipativo volto al perseguimento dell’interesse collettivo in virtù del conferimento del potere sociale a quei soggetti che immettono quantità maggiori di capitale all’interno della società e che per tale ragione dovrebbero presentare maggiori incentivi ad incrementare il valore della società²⁷³. Questa è stata la ragione che ha spinto i legislatori dei Paesi europei ad elevare

²⁷⁰ Campobasso G.F., *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, cit., p. 141.

²⁷¹ Alvaro S., Ciavarella A., D’Eramo D., Linciano N., “*Le deviazioni dal principio un’azione-un voto e le azioni a voto multiplo*”, cit., p. 7.

²⁷² Per un’esposizione completa della letteratura teorica a riguardo, si veda Burkart M., Lee S., “*One Share-One Vote: The Theory*”, cit., pp. 1-49.

²⁷³ Jensen M.C., Meckling W.H., “*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure*”, cit., pp. 305–360.

il principio di proporzionalità a norma di rango elettivo, alla quale l'autonomia privata può liberamente derogare.

L'analisi teorica ha, tuttavia, portato all'attenzione una serie di aspetti che rischiano di stravolgere questa concezione, da sempre radicata negli ordinamenti europei, e che sottolineano come l'atteggiamento nei confronti del principio di proporzionalità non sia quello di una accettazione generale e condivisa come modello ideale per l'attribuzione dei diritti sociali all'interno delle società di capitali, in quanto numerosi sono i dubbi in merito all'effettività dei benefici da esso apportati allo svolgimento dell'attività d'impresa in forma di società di capitali²⁷⁴.

Durante gli anni, le pratiche di mercato diffuse negli ambienti economici e finanziari hanno reso evidente che la concentrazione del potere sociale in mano a determinati soggetti in forza dell'utilizzo di schemi improntati sul principio "one share, one vote" produce conseguenze negative in termini di marcata accentuazione dei problemi di agenzia tra soci di maggioranza e soci minoritari, oltre a rendere il controllo societario meno contendibile rispetto a quanto necessario, riducendo per tal via la possibilità che siano realizzate operazioni di trasferimento della proprietà finanziaria della società da un soggetto ad un altro in risposta ad esigenze fisiologiche indotte dai meccanismi di mercato²⁷⁵.

In aggiunta a ciò, vietare alle imprese la possibilità di ricorrere a meccanismi non proporzionali di correlazione dei diritti sociali alla proprietà, che presentino un maggior grado di opportunità in riferimento alla struttura specifica della società in questione, potrebbe incentivare i privati a fare uso di una serie di metodi alternativi con effetti meno desiderabili sull'intero sistema di mercato, quali possono essere le strutture di gruppo cosiddette piramidali o le partecipazioni incrociate²⁷⁶.

In mancanza di strumenti idonei a perfezionare il rafforzamento del controllo societario, appare chiaro che i soci maggioritari potrebbero, altresì, maturare un atteggiamento di ostilità nei confronti del meccanismo di quotazione in borsa, alla luce della possibilità che altri soggetti entrino a far parte della compagine sociale, rappresentando un serio

²⁷⁴ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., p. 10.

²⁷⁵ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., "Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo", cit., p. 8.

²⁷⁶ Bebchuk L., Kraakman R., Triantis G., *Stock Pyramids, cross-ownerships, and the dual class equity: the creation and agency costs of separating control from cash flow rights*, cit., p. 295-315.

pericolo in ordine allo stravolgimento degli assetti partecipativi della società; quello in parola costituisce un serio problema in vista del miglioramento dell'efficienza del sistema economico e finanziario generale, in quanto l'ammissione alla quotazione in un mercato regolamentato aumenta la liquidità del titolo, la facilità di smobilizzo dell'investimento e dunque la fiducia degli investitori e la facilità con cui le imprese riescono a reperire capitali²⁷⁷.

Alla luce di quanto appena affermato, lo sforzo teorico prodotto dalla letteratura è proceduto in direzione dell'analisi di una serie di situazioni specifiche che presentano un'elevata correlazione con l'aspetto della corretta allocazione dei diritti all'interno delle società di capitali²⁷⁸: più precisamente, questi aspetti coincidono, in primo luogo, con i problemi del rapporto di agenzia tra amministratori e azionisti e altresì tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza; in secondo luogo, con la relazione intercorrente tra l'utilizzo di determinati strumenti partecipativi e l'azione discriminante del mercato; infine, con il ruolo che i metodi di attribuzione del diritto di voto nelle società di capitali giocano nei confronti delle decisioni inerenti la quotazione delle azioni in un mercato regolamentato²⁷⁹.

2.1.1 Struttura partecipativa della società e rapporto di agenzia

Il rapporto tra gli azionisti di una società e i soggetti incaricati dalla gestione è caratterizzato da una serie di asimmetrie informative che espongono il socio al pericolo che gli amministratori della società, nello svolgimento delle loro funzioni, perseguano obiettivi a carattere personale a discapito dell'interesse sociale²⁸⁰.

Gli studiosi di microeconomia ritengono che tale problema può trovare soluzione nell'utilizzo di una struttura partecipativa caratterizzata dalla presenza di un soggetto

²⁷⁷ Lamandini M., "Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto", cit., 2014.

²⁷⁸ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., p. 10.

²⁷⁹ Burkart M., Lee S., "One Share-One Vote: The Theory", cit., pp. 1-49.

²⁸⁰ Kaplan S. N., Stromberg P., "Financial Contracting Theory Meets The Real World: An Empirical Analysis Of Venture Capital Contracts", in *Review of Economic Studies*, 2002, p. 1-35.

proprietario di quote consistenti del capitale sociale oppure nel regolare funzionamento dei meccanismi tipici dell'azione discriminante del mercato.

La concentrazione della proprietà azionaria in mano ad un singolo azionista incentiva naturalmente il soggetto ad agire nell'interesse comune e in vista della massimizzazione del valore societario, da realizzare per mezzo di una persistente opera di monitoraggio nei confronti dell'attività dei manager²⁸¹; il corretto funzionamento delle logiche di mercato, invece, permette di stimolare gli amministratori in ordine all'efficiente svolgimento delle mansioni alle quali sono preposti, alla luce della possibilità che i titolari del capitale sociale scelgano di sostituirli per affidare la gestione a soggetti che si presentano maggiormente competenti per incrementare il valore della società²⁸².

L'impiego di criteri di attribuzione dei diritti di voto in maniera non proporzionale alla partecipazione finanziaria al capitale sociale ha effetti su entrambi questi meccanismi.

Consentire ad un soggetto di ottenere il controllo di una società attraverso l'acquisizione di strumenti partecipativi in quantità inferiore rispetto a quanto sarebbe necessario se fosse rispettato il principio *"one share, one vote"*, permette di conseguire una serie di vantaggi sul piano finanziario, in termini di riduzione dei costi di acquisto della partecipazione azionaria, dei costi legati all'attività di diversificazione del portafoglio alla luce della possibilità di diminuire la consistenza dell'investimento nella società interessata²⁸³, e altresì dei costi di smobilizzo della partecipazione²⁸⁴.

L'insieme di agevolazioni derivanti all'azionista da una simile struttura partecipativa incentiva quest'ultimo ad intensificare la sua attività di monitoring nei confronti del *management*, ma allo stesso tempo la situazione di separazione tra proprietà e controllo provvede a generare un sostanziale inasprimento dei problemi di agenzia esistenti tra soci maggioritari e soci minoritari: in virtù della possibilità di controllare la società con un investimento meno che proporzionale, il soggetto titolare della quota di maggioranza potrebbe essere maggiormente orientato all'estrazione di benefici personali dall'attività

²⁸¹ Villalonga B. e Amit R. H., *"How do family ownership, control and management affect firm value?"*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 80, 2006, pp. 385-417.

²⁸² Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., p. 13.

²⁸³ Bodnaruk A., Kandel E., Massa M. e Simonov A., *"Shareholder diversification and the decision to go public"*, in *Review of Financial Studies*, 2007, pp. 2779-2829.

²⁸⁴ Gilson R. J., Schwartz A., *Constraints on private benefits of control: ex ante control mechanisms versus ex post transaction review*, ECGI Law Working Paper, n. 194., 2012.

d'impresa, in quanto la posizione da lui acquisita con l'utilizzo di strumenti partecipativi non proporzionali permette allo stesso di risentire in misura minore del pregiudizio arrecato per tal via alla società²⁸⁵.

Se consideriamo l'influenza che l'utilizzo di meccanismi di attribuzione del diritto di voto alternativi al principio di proporzionalità presentano sul ruolo giocato dal sistema di mercato, notiamo che anche in questo caso sono presenti effetti positivi e negativi.

Nell'ambito di un sistema proporzionale, l'acquisizione di titoli azionari comporta un incremento dei diritti patrimoniali del socio, e di conseguenza anche l'incentivo di quest'ultimo al controllo dell'attività dei manager, e altresì l'aumento del numero di diritti di voto esercitabili in assemblea e quindi del potere sociale, rendendo così meno contendibile il governo societario²⁸⁶.

Al contrario, se una compagine sociale sceglie di impiegare criteri alternativi al principio "one share, one vote", il bilanciamento tra diritti patrimoniali e diritti di voto viene squilibrato a favore di questi ultimi: all'aumentare del possesso azionario, si accompagna un crescente interesse del socio al monitoraggio sull'amministrazione, ma la proprietà societaria diventa molto meno contendibile, e si accentuano i problemi di agenzia tra i titolari della maggioranza e gli altri soggetti, come sopra evidenziato²⁸⁷.

Nonostante le considerazioni appena effettuate, è necessario sottolineare che l'evidenza empirica ha portato all'attenzione degli esperti e degli operatori seri dubbi riguardo una serie di aspetti che si presentavano come particolarmente consolidati e accreditati in letteratura. Tra questi, quello che senza dubbio è meritevole di maggior considerazione è costituito dall'idea secondo cui il trasferimento del controllo societario svolge nell'ambiente di mercato un'azione disciplinante nei confronti degli attori operanti in esso. La possibilità che si verificano scalate societarie in ottemperanza alle logiche di efficienza del sistema economico e finanziario generale ha sempre fatto in modo di associare questo meccanismo ad uno strumento di garanzia nell'ottica del mantenimento di elevati livelli di contendibilità del controllo societario, permettendo ai privati di operare una netta separazione tra proprietà e controllo e dunque di soddisfare le loro specifiche

²⁸⁵ Masulis R.W., Wang C., Xie F., "Agency Problems at dual-class companies", in The Journal of Finance, vol. 4, 2009, pp. 1697-1727.

²⁸⁶ Villalonga B. e Amit R. H., "How do family ownership, control and management affect firm value?", cit., pp. 385-417.

²⁸⁷ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., "Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo", cit., p. 14.

esigenze, e incentivando i manager a tenere comportamenti orientati alla sana e prudente gestione dell'organismo societario.

Tuttavia, a ben guardare, la prospettiva di realizzazione di un trasferimento non desiderabile del controllo della proprietà da un soggetto a un altro, potrebbe produrre l'effetto di orientare i manager verso comportamenti alternativi rispetto al loro compito di creazione del valore²⁸⁸. Nell'ottica di provare a disincentivare il tentativo di scalata ostile, gli amministratori potrebbero attuare una serie di pratiche tali da rendere l'impresa meno attraente, come ad esempio impostare una struttura retributiva di lungo termine molto vantaggiosa nei confronti dei lavoratori dipendenti, orientare la pianificazione strategica su orizzonti di breve periodo piuttosto che nel lungo preferendo guadagni immediati a prospettive stabili di crescita²⁸⁹, diminuire l'investimento in risorse e capitale umano altamente specializzati a favore di elementi più facilmente reperibili sul mercato del lavoro²⁹⁰.

Queste ipotesi sembrano intervenire chiaramente a favore della tesi secondo cui l'azione disciplinante del mercato incontrerebbe alcuni ostacoli nel processo di garanzia del funzionamento del sistema generale in base a criteri di efficienza economica, da realizzare sia *ex ante*, attraverso la risoluzione dei problemi di agenzia esistenti tra manager e azionisti e altresì tra soci di maggioranza e soci di minoranza, sia *ex post*, alla luce del potere dei soci di procedere a selezionare i soggetti che si presentano come i più adatti a svolgere i compiti di sana e prudente gestione della società²⁹¹.

²⁸⁸ Pagano M., Volpin P., "Managers, workers and corporate control", in *Journal of Finance*, vol. 60, 2005, pp. 841-868.

²⁸⁹ Chemmanur T. J., Jiao Y., *Dual class IPOs, share recapitalizations, and unifications: a theoretical analysis*, ECGI Finance Working Paper, n. 129, 2006.

²⁹⁰ Ippolito F., *Takeover defenses, firm-specific skills and managerial entrenchment*, Working Paper, University of Oxford, 2006.

²⁹¹ Per una trattazione più approfondita della materia, si veda Burkart M, Panunzi F., *Takeover*, ECGI Working Paper, 2006.

2.1.2 Criteri di assegnazione dei diritti sociali e trasferimento del controllo

Un altro aspetto che, a mio avviso, presenta rilevante importanza e che è stato esaminato a fondo in letteratura, è rappresentato dal rapporto che intercorre tra l'adozione di un meccanismo di attribuzione dei diritti sociali all'interno delle società di capitali e la definizione della struttura proprietaria della società, in termini di selezione dei soggetti che ne detengono il controllo e che costituiscono le figure in grado di creare valore per l'impresa in misura maggiore rispetto ad altri²⁹².

L'utilizzo di un sistema proporzionale o di uno schema alternativo ad esso favoriscono l'allocazione ottimale del controllo societario soltanto in alcune circostanze specifiche, in dipendenza di una serie di aspetti che possono essere identificati nella struttura partecipativa della società in questione, con elevata concentrazione del potere in mano a pochi soci o a base azionaria diffusa, dal numero di soggetti interessati all'acquisizione del controllo in essa che per tal via entrano in competizione tra loro e infine dal grado di asimmetria informativa riscontrabile sia nei confronti della capacità dei nuovi soggetti di creare valore per la società sia per quanto riguarda l'effettiva predisposizione dell'impresa a mantenere e guadagnare quote di mercato²⁹³.

In presenza di un tentativo di scalata, le società che presentano un grande numero di piccoli azionisti sono esposte al problema del *free riding*: gli elevati costi di informazione e dunque di coordinamento esistenti per natura all'interno di queste società, non permettono ai titolari di azioni di implementare una comune strategia di difesa nei confronti del soggetto intenzionato a realizzare la scalata societaria, ed ogni azionista di conseguenza tende a operare scelte strategiche improntate solamente su considerazioni personali di convenienza economica, totalmente indipendenti dall'interesse sociale e dal possibile esito dell'operazione di trasferimento del controllo²⁹⁴.

In questo contesto, i soggetti intenzionati ad acquisire il controllo della società in ottica dell'accrescimento del valore aziendale potrebbero essere svantaggiati e pertanto

²⁹² Burkart M., Lee S., "One Share-One Vote: The Theory", cit., pp. 1-49.

²⁹³ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., "Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo", cit., p. 15.

²⁹⁴ Grossman S.J., Hart O. D., "Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation", in Bell Journal of Economics, vol. 11, 1980, pp. 42-64.

disincentivati all'acquisto nel caso in cui vengano utilizzati metodi di assegnazione dei diritti sociali basati sul principio di proporzionalità²⁹⁵; al contrario, la previsione di strumenti partecipativi non proporzionali potrebbe favorire la buona riuscita di operazioni efficienti di acquisizione del controllo, alla luce della loro capacità di mitigare fortemente le distorsioni causate all'interno delle società di capitali dalla situazione di eccessivo frazionamento della partecipazione al capitale sociale e della possibilità che il soggetto acquirente entri in possesso della quota azionaria di controllo sostenendo un costo minore rispetto al caso di corrispondenza unitaria tra capitale e diritti di voto²⁹⁶.

Il quadro fin qui delineato fa riferimento ad una situazione in cui è presente un singolo offerente intenzionato ad acquisire la partecipazione di controllo all'interno di una società ad azionariato diffuso.

Se passiamo ad analizzare il caso in cui l'impresa è oggetto di una molteplicità di offerte provenienti da numerosi soggetti interessati all'acquisizione del controllo societario e che si pongono per tal motivo in competizione tra loro, possiamo constatare come l'opinione prevalente in letteratura sia quella secondo la quale l'utilizzo di un metodo proporzionale di correlazione dei diritti sociali rappresenta la soluzione ideale al problema della selezione del miglior offerente in termini di massimizzazione del valore societario²⁹⁷.

Alla luce dell'esistenza di identici livelli di asimmetria informativa nei confronti di tutti gli offerenti, una struttura partecipativa improntata al rispetto del principio *"one share, one vote"* costituisce indubbiamente un fattore a vantaggio del soggetto dotato della maggiore capacità di generazione del valore per la società, poiché in questo modo si provvede a ridurre al minimo l'entità dei benefici privati del controllo di cui è possibile

²⁹⁵ Bradley M., *"Interfirm tender offers and the market for corporate control"*, in *Journal of Business*, vol. 53, 1980, pp. 345-376.

²⁹⁶ I soggetti interessati all'impresa, procederanno a formalizzare l'acquisizione della quota di controllo solamente qualora il costo del *takeover* risulti inferiore al valore prospettico delle azioni dell'impresa. Tuttavia, gli azionisti della società saranno disposti a vendere ad un prezzo esattamente pari al valore attuale del capitale della società, scontato al momento dell'offerta. E' chiaro, dunque, come, da un punto di vista microeconomico, l'unico elemento che potrebbe concretamente incentivare gli offerenti ad acquisire l'azienda sia rappresentato dalla possibilità di usufruire di benefici privati del controllo, in assenza dei quali nessun tentativo di scalata andrebbe a buon fine. Per una trattazione maggiormente dettagliata, si veda Grossman S.J., Hart O. D., *"Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation"*, cit., pp. 42-64.

²⁹⁷ Harris M., Raviv A., *"Corporate governance, voting rights and majority rules"*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, pp. 203-235.

beneficiare per mezzo dell'acquisizione della quota maggioritaria di partecipazione al capitale sociale dell'impresa²⁹⁸.

Considerazioni differenti devono essere svolte quando la società di cui si vuole acquisire il controllo non presenta un azionariato di tipo diffuso, bensì ha assetto proprietario caratterizzato dalla presenza di una forte concentrazione del controllo in mano a pochi soci. Se un solo soggetto è titolare della maggioranza delle azioni in assemblea, viene eliminato il rischio che si verifichino episodi di *free riding*, e l'unico elemento in grado di influenzare il processo di creazione del valore per gli azionisti, in termini di redistribuzione dei vantaggi economici tra i soci in essere e il soggetto subentrante, è rappresentato dalla previsione di una disciplina giuridica in materia di offerta pubblica di acquisto disposta dal legislatore, che per tal via determina in maniera decisiva la buona riuscita dell'operazione o il suo fallimento²⁹⁹.

La scelta di criteri alternativi al principio di proporzionalità in queste società risponde alle esigenze specifiche dei soci detentori del controllo, ma c'è largo consenso nel ritenere che una corrispondenza diretta tra capitale conferito e potere detenuto incoraggia le iniziative efficienti di trasferimento del controllo societario, contribuendo ad incrementare il benessere economico di tutti gli azionisti della società³⁰⁰.

²⁹⁸ Harris M., Raviv A., "Corporate governance, voting rights and majority rules", cit., pp. 203-235.

²⁹⁹ Bebchuk L., "Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control", in Quarterly Journal of Economics, 1994, pp. 957-993.

³⁰⁰ Grossman S.J., Hart O. D., "Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation", cit., pp. 42-64.

2.1.3 Strumenti di partecipazione al capitale e struttura finanziaria della società

In quanto quote di partecipazione al capitale sociale dell'impresa, le azioni rappresentano lo strumento elettivo e il modo più immediato per reperire risorse sul mercato finanziario. Per questa ragione, la possibilità di scegliere tra diverse modalità di attribuzione dei diritti sociali costituisce un fattore determinante nell'ottica dell'implementazione della struttura finanziaria della società.

L'utilizzo di meccanismi alternativi al principio *"one share, one vote"* apporta un consistente vantaggio a tutte quelle società che, in sede di valutazione dell'opportunità economica di effettuare determinati investimenti, si trovano nella condizione di dover ricercare nuove fonti di finanziamento e maturano la decisione di procedere ad un aumento di capitale: l'emissione di strumenti come le azioni di risparmio o le azioni senza diritto di voto, permettono di ottenere le risorse necessarie per procedere all'investimento pianificato e garantiscono ai soci la conservazione del valore della loro partecipazione, scongiurando il pericolo di diluizione del loro patrimonio azionario³⁰¹.

In questo senso, la deroga al principio di proporzionalità produce il duplice effetto positivo di incentivare e agevolare l'attività economica delle imprese presenti sul mercato, limitando enormemente gli sforzi e le difficoltà di reperimento del capitale finanziario, e altresì quello di fornire agli operatori del mercato dei capitali un ulteriore strumento con cui procedere all'impiego del proprio denaro³⁰².

Come già affermato in precedenza in questa trattazione, concedere alle imprese la libertà di scegliere un criterio di assegnazione dei diritti sociali in base alle proprie esigenze fornisce un determinante incentivo alla quotazione per quell'insieme di imprenditori che manifestano la seria intenzione di mantenere saldo nelle proprie mani il controllo societario. La corrispondenza diretta tra l'entità della partecipazione e la dimensione del potere sociale implica la necessaria detenzione della quota maggioritaria del capitale societario: una simile situazione produce una serie di effetti non socialmente desiderabili,

³⁰¹ Banerjee S., Masulis R., *Ownership, Investment and Governance: The Costs and benefits of Dual Class Shares*, ECGI Finance Working Paper, 2013.

³⁰² Lamandini M., *"Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto"*, cit., 2014.

quali possono essere l'aumento del costo dell'investimento per il socio di controllo, la diminuzione della mole di risorse finanziarie che è possibile ottenere in sede di ammissione alla negoziazione del titolo sul mercato dei capitali e il conseguente decremento del grado di liquidità del titolo azionario³⁰³.

L'impiego di strumenti di separazione della proprietà dal controllo permette all'imprenditore di continuare a incidere in maniera determinante sulle scelte di governo della società attraverso la detenzione di una quota di partecipazione meno che proporzionale, orientandolo verso la decisione di rendere disponibili sul mercato quantità maggiori di strumenti azionari. I benefici apportati da tale meccanismo sono fruibili dall'intero sistema di mercato, in quanto aumenta la possibilità di diversificazione degli investimenti all'interno dei portafogli azionari e la facilità con cui è possibile procedere allo smobilizzo dei titoli³⁰⁴.

Infine, prevedere la facoltà per le società di implementare meccanismi di correlazione dei diritti di voto all'impegno finanziario in alternativa al principio di proporzionalità, permette di mantenere sotto controllo il rischio che i privati ricorrano all'impiego di una serie di metodi che contribuiscono all'incremento del benessere sociale dell'intero mercato in maniera inferiore rispetto a quelli in parola, come ad esempio le strutture di gruppo cosiddette piramidali e le partecipazioni incrociate, in considerazione del fatto che gli stessi presentano caratteristiche non propriamente desiderabili nell'ottica degli investitori operanti sul mercato dei capitali³⁰⁵.

³⁰³ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., p. 17.

³⁰⁴ Bebchuk L., *A rent protection theory of corporate ownership and control*, Harvard Law and Economics discussion paper, n. 60, 1999.

³⁰⁵ Masulis R.W., Pham P. K., Zein J., *"Family business groups around the world: Costs and benefits of pyramids"*, in *Review of Financial Studies*, 2011.

2.2 Valutazione delle evidenze empiriche risultanti dalle indagini

Molto intenso appare anche il lavoro di ricerca sperimentale che è stato svolto a integrazione delle numerose teorie emerse in letteratura riguardo il diritto di voto nelle società di capitali, come illustrato pocanzi³⁰⁶. Tradizionalmente, gli studi empirici hanno proceduto lungo due direzioni principali, evidenziando la presenza di due filoni di indagine: nel primo caso l'attenzione è stata rivolta sostanzialmente all'obiettivo di identificare i motivi fondamentali alla base della necessità delle imprese di deviare dal principio di proporzionalità in favore dell'adozione di strumenti di partecipazione alternativi; nel secondo, ci si è concentrati maggiormente sulla quantificazione degli effetti diretti e indiretti prodotti sul valore della capitalizzazione di mercato della società dall'utilizzo di meccanismi di correlazione dei diritti sociali alternativi al principio di proporzionalità³⁰⁷.

Gli studi del primo tipo evidenziano chiaramente come le imprese che ricorrono all'impiego di una molteplicità di strumenti partecipativi del capitale sociale, in aggiunta alle azioni ordinarie, perseguano l'obiettivo di attuare una netta separazione tra la proprietà azionaria ed il potere di controllare il governo societario; il potere sociale viene concentrato nelle mani del gruppo di controllo³⁰⁸ attraverso la detenzione di azioni ordinarie e la contemporanea emissione di azioni a voto non pieno da assegnare alla restante parte di soci, oppure grazie al conferimento di azioni con diritto di voto plurimo, che permettono ai soggetti di cui sopra di beneficiare di una posizione di indubbio vantaggio in sede di decisione delle scelte da compiere per lo svolgimento dell'attività d'impresa e altresì assicurano al compagine sociale contro il rischio di inserimento di nuovi soci orientati all'acquisizione di partecipazioni rilevanti nella società³⁰⁹.

³⁰⁶ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., p. 12.

³⁰⁷ Per un'esposizione completa degli studi empirici compiuti sulla struttura partecipativa delle società, si veda Adams R., Ferreira D., *"One share-one vote: the empirical evidence"*, in *Review of Finance*, vol. 12, 2008, p. 5191.

³⁰⁸ Schmid M. M., *"Ownership structure and the separation of voting and cash flow rights evidence from Switzerland"*, in *Applied financial economics*, vol. 19, 2009, pp. 1453-1476.

³⁰⁹ Lehn K., Netter J., Poulsen A., *"Consolidating corporate control: Dual-class recapitalizations versus leverage buyouts"*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 1990, pp. 557-580.

A conferma di quanto appena esposto, i risultati delle indagini empiriche mostrano che le azioni a voto multiplo sono caratterizzate da una più bassa frequenza di scambio sul mercato³¹⁰: il motivo della loro emissione non coincide con esigenze finanziarie della società, bensì con la necessità di conservare il potere sociale in capo a determinati soggetti.

La tendenza ad implementare una simile struttura partecipativa è particolarmente frequente tra le imprese di piccole dimensioni a carattere familiare, in cui le quote maggiori del capitale sociale sono detenute da uno o pochi soggetti legati tra loro da vincoli familiari, in riferimento ai quali è possibile rintracciare la volontà di procedere ad indirizzi comuni di gestione della società e la ferma intenzione di mantenere il possesso azionario nelle proprie mani per periodi prolungati.

La possibilità di scegliere tra l'utilizzo di una vasta gamma di strumenti azionari con cui ammettere gli investitori a godere di benefici patrimoniali a scapito del diritto di intervenire e votare in assemblea, è particolarmente vantaggiosa per queste imprese, in quanto permette loro di includere nuovi soggetti all'interno della società e altresì di reperire risorse finanziarie sul mercato dei capitali senza intaccare il potere dei soci di controllo e garantendo agli stessi che il governo societario rimarrà saldo nelle loro mani³¹¹.

Questi risultati testimoniano la grande predisposizione delle aziende familiari alla pratica di estrazione di benefici privati del controllo e, dunque, alla situazione, quasi fisiologica, di separazione tra proprietà del capitale e governo societario, necessaria affinché i soci fondatori siano in grado di ampliare la dimensione dell'organismo societario pur mantenendo il controllo della gestione³¹².

Se passiamo a considerare il secondo filone di indagine, notiamo che l'analisi delle conseguenze derivanti dall'applicazione di sistemi partecipativi non proporzionali sul valore dell'impresa viene quantificato sulla base di una serie di aspetti, quali possono essere identificati nell'atteggiamento di reazione del mercato finanziario alla diffusione di annunci inerenti la riorganizzazione societaria dal punto di vista della struttura

³¹⁰ Gompers P.A., Ishii J.L., Metrick A., "Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States", in *Review of Financial Studies*, 2010, pp. 1051-1088.

³¹¹ Lehn K., Netter J., Poulsen A., "Consolidating corporate control: Dual-class recapitalizations versus leverage buyouts", cit., pp. 557-580.

³¹² Cronqvist H., Nilsson M., "Agency costs of controlling minority shareholders", in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 2003, pp. 81-112.

partecipativa e altresì nella misurazione di indici tipicamente utilizzati dagli investitori per la valutazione dell'impresa in relazione a elementi che permettono di estrapolare la differenza tra diritti di voto e diritti patrimoniali spettanti ad ogni socio³¹³.

Il passaggio dall'impiego di sistemi proporzionali a sistemi alternativi di assegnazione dei diritti sociali, come ad esempio la creazione di azioni a voto multiplo o di azioni senza diritto di voto, ha fatto registrare deboli evidenze a favore dell'incremento del valore societario³¹⁴; tuttavia, la valutazione della situazione opposta, in cui una società semplifica la propria struttura partecipativa, annunciando l'intenzione di voler tornare ad adottare strumenti azionari basati sul principio "one share, one vote", produce effetti ambigui sulla capitalizzazione di mercato, come testimoniato dai risultati contrastanti, a volte positive ed altre negative, emerse dagli studi³¹⁵.

Chiara evidenza a favore di una riduzione del valore della società è invece prodotta dall'esame dei principali indici di mercato, come il *book-to-market ratio*, il *price-to-book ratio* o il *book-value-per-share*: l'adozione di strumenti articolati di correlazione dei diritti di voto alla quota detenuta produce l'effetto di incrementare la percezione di rischiosità dell'investimento azionario e al contempo quello di diminuire la trasparenza degli assetti societari³¹⁶, oltre ad accentuare la consistenza dei problemi di agenzia esistenti da sempre all'interno delle società di capitali e il rischio che i soci maggioritari procedano a estrarre benefici privati dalla conduzione dell'attività d'impresa³¹⁷.

³¹³ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., "Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo", cit., p. 18.

³¹⁴ Per un'esposizione integrale della materia, si veda Dimitrov V., Jain P. C., "Recapitalization of one class of common stock into dual-class: Growth and long-run stock returns", in *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, 2006, pp. 342-366.

³¹⁵ Per una trattazione completa e dettagliata della materia, si rinvia a Maury B., Pajuste A., "Private benefits of control and dual-class share unifications", in *Managerial and Decision Economics*, vol. 32, 2011, pp. 355-369.

³¹⁶ Smart S., Thirumalai R. S., Zutter C. J., "What's in a vote? the short and long run impact of dual-class equity on IPO firm value", in *Journal of Accounting and Economics*, 2007, pp. 94-115.

³¹⁷ King M. R., Santor E., "Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms", in *Journal of Banking and Finance* 32, 2008, pp. 2423-2432.

3. L'esperienza del voto plurimo: tre casi di particolare importanza

Abbiamo avuto modo di considerare, nelle sezioni precedenti di questo capitolo, l'importanza assunta dalla struttura partecipativa delle società di capitali e dal processo di liberalizzazione della relativa disciplina, in atto in questi anni su scala globale, come testimoniato dall'introduzione in Italia dell'istituto delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, per il mercato interno e per il sistema economico e finanziario generale³¹⁸.

L'importanza del tema è confermata dall'interesse manifestato dalla Commissione Europea, che a tal riguardo ha disposto la realizzazione di una serie di studi aventi ad oggetto gli assetti proprietari e i meccanismi di attribuzione dei diritti di voto adottati dalle società di capitali operanti sul territorio europeo, analizzando la situazione in essere all'interno degli ordinamenti dei Paesi membri dell'Unione³¹⁹.

Qui di seguito, verrà svolta una trattazione approfondita concernente gli aspetti caratteristici della storia legislativa propria di alcuni Paesi europei, come Francia e Germania, ed extraeuropei, gli Stati Uniti, che presentano tratti comuni con il nostro, in termini di tradizione culturale e sociale o di impostazione giuridica della materia delle società di capitali³²⁰.

³¹⁸ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., p. 31.

³¹⁹ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit..

³²⁰ Per un'esposizione dettagliata delle relazioni a livello europeo inerenti l'armonizzazione delle discipline societarie, si veda Armour J., Jacobs J. B., Milhaupt C. J., *"The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework"*, Harvard International Law Journal, n. 52, 2011, p. 220.

3.1 Il voto multiplo in Francia

La formazione della legislazione francese inerente la disciplina del diritto di voto nelle società di capitali è legata ad una serie di eventi storici i cui effetti sono, a mio parere, ampiamente rintracciabili anche nell'azione del legislatore italiano; i due ordinamenti sono particolarmente simili in numerosi aspetti e si sviluppano lungo le linee di un processo evolutivo comune a entrambi³²¹.

Fin dall'emanazione del *Code de Commerce*, nel lontano 1807, in Francia era riconosciuta la possibilità per le società di capitali di prevedere, all'interno del proprio statuto, la creazione di azioni che conferissero il diritto di voto in quantità maggiori all'unità, in risposta all'esigenza di protezione avvertita dagli imprenditori nazionali, allo stesso di quelli italiani, nei confronti del rischio che soggetti operanti in Paesi caratterizzati da maggior potere valutario potessero minacciare la stabilità del controllo societario da essi detenuto e sconvolgere gli assetti governativi³²².

Le azioni a voto plurimo furono contemplate dall'ordinamento francese fino all'intervento della legge del 13 novembre 1933, per mezzo della quale il legislatore ha imposto in maniera vincolistica il rispetto del principio di proporzionalità con riferimento alla scelta del metodo di correlazione dei diritti di voto alla partecipazione finanziaria nel capitale sociale per tutte le società di capitali aventi sede legale in territorio francese, ad eccezione di quelle miste con azionariato pubblico e altresì di quelle con azionariato straniero³²³.

L'impostazione così delineata è rimasta invariata nel corso di tutto il ventesimo secolo, e la ritroviamo ancora oggi con l'unica variante rappresentata dalla previsione del principio di proporzionalità quale norma dispositiva a carattere generale, accompagnata dalla possibilità concessa a tutte le imprese di derogarvi ampiamente a beneficio dell'emissione di azioni a voto non pieno o a voto multiplo³²⁴.

³²¹ Lamandini M., "Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto", cit., 2014.

³²² Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., "Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo", cit., p. 33.

³²³ Per un'analisi approfondita della materia, si rinvia a Merle P., *Droit commercial, Sociétés commerciales*, Paris, 2013.

³²⁴ Adenas M., Wooldridge F., "European Comparative Company Law", Cambridge, 2009, p. 172.

Per la realizzazione di quest'ultima fattispecie, il legislatore richiede la sussistenza di una serie di requisiti con caratteri molto particolari e tipici dell'ordinamento transalpino, consistenti nell'obbligo di detenzione degli strumenti azionari per un periodo non inferiore a due anni, a partire dal momento dell'iscrizione in un apposito registro, e altresì nella necessità che il titolare delle azioni sia cittadino francese o residente in uno dei Paesi membri dell'Unione Europea e abbia un conto corrente attivo in una banca francese. L'emissione di azioni a voto plurimo deve essere opportunamente prevista dallo statuto societario o decisa in seguito alla deliberazione dell'assemblea straordinaria e il beneficio del voto di fedeltà può prevedere l'assegnazione di diritti di voto aggiuntivi anche in misura superiore a due³²⁵.

Al momento attuale, l'istituto del voto maggiorato è abbastanza diffuso in Francia: se consideriamo le società quotate, una quantità pari almeno alla metà di esse fa ricorso all'emissione di azioni di fedeltà³²⁶.

Tuttavia, in questo Paese, gli ambienti economici e giuridici hanno manifestato da sempre una particolare predilezione per l'istituto del voto maggiorato, più di quanto potesse registrarsi in altri contesti; ed è per questo motivo che, da pochi anni a questa parte, si assiste ad un intenso dibattito in materia, al punto che è stato formulato un disegno di legge con l'obiettivo di apportare vantaggi ai soci di lungo periodo tramite l'introduzione di elementi atti a incoraggiare ulteriormente la diffusione delle azioni di fedeltà, tra i quali possiamo annoverare la previsione del conferimento di un voto triplo ai soggetti che detengono l'azione per un periodo di almeno cinque anni³²⁷.

Altro elemento tipico dell'ordinamento francese è costituito dalla disposizione del legislatore in base alla quale, in sede di aumento del capitale sociale da realizzare tramite la creazione di nuove azioni, gli strumenti partecipativi di nuova emissione assegnati in opzione ai soci saranno subordinati alle stesse regole di quelli detenuti fino a quel momento: in sostanza, per i soci ammessi a godere del beneficio del voto di fedeltà in

³²⁵ Lamandini M., *"Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto"*, cit., 2014.

³²⁶ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., pp. 43-47.

³²⁷ Facciamo riferimento al disegno di legge identificato come *"Proposition de loi visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à l'emploi industriel"*, n. 1037, 15 maggio 2013.

seguito alla maturazione dei requisiti previsti, il possesso delle nuove azioni darà diritto ad esercitare il voto maggiorato anche in riferimento ad esse³²⁸.

Allo stesso modo di quanto accade in Italia, anche in Francia vige la previsione della decadenza del premio di fedeltà in conseguenza della conversione degli strumenti partecipativi in azioni al portatore o della cessione, a titolo oneroso o a titolo gratuito, ad un altro soggetto; è possibile, invece, continuare a beneficiare del voto maggiorato in seguito ad eventi quali cessione *mortis causa*, donazione *inter vivos* e, altresì, in caso di fusione o scissione societaria³²⁹.

Allo statuto è rimessa la facoltà di derogare, totalmente o in parte, alle suddette disposizioni, e altresì il potere di prevedere limiti massimi all'esercizio del diritto di voto in sede assembleare, con l'unico vincolo che l'efficacia di una simile disposizione si estende a tutti gli azionisti della compagine sociale, a prescindere dal tipo di strumenti partecipativi detenuti da ognuno di essi³³⁰.

Dalle caratteristiche di questo istituto, si comprende facilmente che il voto di fedeltà non costituisce una categoria azionaria alla stregua di quelle esistenti in virtù della diversa configurazione dello strumento partecipativo sulla base delle esigenze della società e degli investitori; bensì esso costituisce un criterio di assegnazione del voto alternativo al principio di proporzionalità ed è fruibile da tutti gli azionisti della società, motivo per cui la sua essenza è legata inscindibilmente alla figura del socio nella sua persona fisica e la decadenza del beneficio sopraggiunge nel momento in cui la proprietà del titolo è trasferita ad altro soggetto³³¹.

A testimonianza della grande importanza rivestita dal voto di fedeltà nel sistema economico e giuridico transalpino, il legislatore francese predispone una disciplina opportunamente dedicata alla azioni di fedeltà, inserendo nel Code de Commerce una serie di disposizioni specifiche a riguardo e altresì particolari misure di trasparenza da implementare accanto all'utilizzo del voto maggiorato³³².

³²⁸ Merle P., *Droit commercial, Sociétés commerciales*, cit., p. 374.

³²⁹ Spolidoro M. S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei"*, cit., 2014.

³³⁰ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., p. 36.

³³¹ Il tema della particolarità delle azioni di fedeltà a voto multiplo rispetto alle altre categorie azionarie è stato affrontato con grande attenzione all'interno del lavoro di Lepetit J. F., *Rapport du groupe de travail sur la transposition de la directive concernant les offres publiques d'acquisition*, 27 giugno 2005.

³³² Si veda Merle P., *Droit commercial, Sociétés commerciales*, cit.

Le previsioni di maggior rilievo sono rappresentate da quelle concernenti le fasi di costituzione della società, in cui è disposto che lo statuto contenga tutte le informazioni riguardo le condizioni di ammissione degli azionisti alle assemblee societarie e le modalità per mezzo delle quali è possibile esercitare il diritto di voto riconosciuto in capo ad ognuno, con particolare attenzione alle fattispecie che hanno ad oggetto il diritto di voto maggiorato; per quanto attiene agli eventi connessi al deposito di atti, documenti o deliberazioni che intervengono a modifica di quanto stabilito in fase di costituzione societaria, ad essi bisogna allegare necessariamente, se trattasi di società per azioni, una copia del verbale assembleare redatto in seguito alla deliberazione degli azionisti di procedere all'emissione di azioni a voto maggiorato; inoltre, nella relazione annuale degli amministratori, deve essere illustrata la struttura partecipativa della società ed è fatto obbligo di indicare, oltre all'insieme di eventuali limitazioni all'esercizio del diritto di voto in assemblea, anche l'identità dei soggetti che presentano lo status di possessori di titoli idonei a conferire particolari privilegi in materia di diritto di voto³³³.

La necessità di trasparenza si evince, oltre che da quest'ultima disposizione, anche dalla previsione per cui è obbligatorio comunicare all'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari l'acquisizione o la cessione, da parte di qualsiasi persona fisica o giuridica, da sola o in coalizione, di quote partecipative o di diritti di voto di una società di capitali per frazioni massime del cinque per cento, nel rispetto dei termini previsti dal regolamento stilato da suddetta autorità, salvo la facoltà concessa allo statuto di prevedere regole diverse, in senso restrittivo, rispetto a quanto stabilito³³⁴.

Le società sono tenute, inoltre, a rendere pubbliche una serie di informazioni rilevanti nell'ottica dell'investitore operante sul mercato dei capitali, quali possono essere la composizione del capitale sociale dell'impresa in termini di numero di azioni rappresentative e la quantità effettiva di diritti di voto concretamente esercitabili in assemblea da parte dei soggetti detentori strumenti partecipativi della società³³⁵.

³³³ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., p. 38.

³³⁴ Adenas M., Wooldridge F., *"European Comparative Company Law"*, cit., p. 172.

³³⁵ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., p. 43-47.

3.2 L'ordinamento tedesco

Gli sviluppi della legislazione tedesca in relazione al diritto di voto nelle società di capitali hanno condotto alla strutturazione di un quadro normativo alquanto differente rispetto alla situazione in essere in Italia e in Francia.

La materia in esame è disciplinata dalle disposizioni dell'*Aktien Gesetz*, il provvedimento normativo intervenuto il 6 settembre 1965 e modificato negli anni successivi senza apportare stravolgimenti all'impianto da esso implementato³³⁶.

In origine, l'*Aktien Gesetz* prescriveva il rispetto del principio di proporzionalità, quale norma dispositiva per la scelta di un metodo di correlazione dei diritti di voto, e allo stesso tempo concedeva alle società la possibilità di deviare da tale principio con lo scopo di delineare categorie azionarie fornite di diritti diversi, sia sul piano dell'esercizio del voto sia su quello dei benefici di natura patrimoniale, con l'unica condizione che l'importo complessivo di questi strumenti non può superare la metà del capitale sociale³³⁷.

E' facile comprendere, dunque, come anche l'ordinamento tedesco consentisse l'emissione di azioni a voto plurimo per le società di capitali, sebbene fosse necessaria la previa autorizzazione dell'Autorità Ministeriale; facoltà riconosciuta fino agli ultimi anni del ventesimo secolo, quando, nel 1998, si assiste all'entrata in vigore del *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich*, il provvedimento normativo contenente una serie di disposizioni con l'obiettivo di incrementare il livello di trasparenza della struttura partecipativa delle imprese e altresì delle operazioni sul mercato finanziario aventi ad oggetto gli strumenti rappresentativi del capitale delle società quotate in borsa, che provvede a eliminare la possibilità di utilizzo delle azioni a voto plurimo, nell'ottica di ristabilire un forte legame di corrispondenza tra entità della quota di capitale detenuta e diritto di voto assegnato in sede assembleare ai soci titolari delle azioni³³⁸.

³³⁶ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., "Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo", cit., p. 39.

³³⁷ Cahn A., Donald D., *Comparative Company Law*, Cambridge, 2010, p. 268.

³³⁸ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., "Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo", cit., p. 40.

L'abolizione delle azioni a voto plurimo non aveva effetti immediati sul sistema economico in quanto era permesso alle società di conservare intatta, all'interno dello statuto, la previsione inerente l'emissione di tali azioni per un periodo massimo di cinque anni, oltre il quale si rendeva necessaria un'opportuna deliberazione assembleare da adottare nel rispetto di specifici quorum disposti dal legislatore, e cioè con la maggioranza dei tre quarti del capitale sociale rappresentato da voto ad esclusione dei titolari di azioni a voto multiplo, qualora si intendesse continuare a farne uso³³⁹.

In alcune situazioni, riscontriamo nella disciplina tedesca l'applicazione di trattamenti differenziati per le società di capitali chiuse e per quelle che ricorrono alla quotazione in un mercato regolamentato: nel primo caso, è possibile stabilire tetti massimi all'esercizio del diritto di voto in assemblea³⁴⁰; nel secondo, ogni strumento partecipativo deve conferire necessariamente al titolare il diritto di voto, ad eccezione di quelli strutturati alla stregua di azioni privilegiate che privano il soggetto di ogni potere sociale³⁴¹.

Le azioni privilegiate sono oggetto di particolare attenzione da parte del legislatore tedesco, che riserva loro una serie di disposizioni specifiche. Una di queste è rappresentata dalla previsione secondo cui il titolare delle azioni privilegiate acquisisce il diritto di voto qualora la società non provveda al pagamento dei dividendi per determinati periodi di tempo, opportunamente prestabiliti al momento dell'emissione. In particolare, se il dividendo non viene corrisposto alla fine dell'anno o se, insieme ad esso, non vengono corrisposti neanche i dividendi degli anni passati, in capo al titolare sussiste la possibilità di procedere all'esercizio del voto fino a quando le condizioni di cui sopra non sono soddisfatte. In questo modo, sorge un problema di adeguamento dei quorum assembleari previsti per le deliberazioni ordinarie e straordinarie, che il legislatore risolve disponendo che i voti acquisiti dai titolari di azioni privilegiate nei casi pocanzi esposti vengano compresi nei meccanismi di calcolo delle maggioranze richieste dalla legge o dallo statuto³⁴².

In una serie di circostanze, l'ordinamento tedesco coinvolge in maniera diretta i titolari di azioni privilegiate, chiamandoli a deliberare in merito a determinate decisioni assunte dagli azionisti ordinari della società: facciamo riferimento ai casi di eliminazione o

³³⁹ Rado, *Comparative Company Law*, Saarbrücken, 2011, p. 219.

³⁴⁰ Ferrarini G., *“Un'azione - un voto”: un principio europeo?*”, cit., pp. 24 ss.

³⁴¹ Cahn A., Donald D., *Comparative Company Law*, Cambridge, 2010, p. 269.

³⁴² Cahn A., Donald D., *Comparative Company Law*, Cambridge, 2010, p. 269.

limitazione della condizione di favore sul piano patrimoniale di cui godono gli azionisti privilegiati, ai quali viene richiesto di esprimere un consenso maturato in virtù di una deliberazione assunta in sede di assemblea straordinaria, convocata appositamente per l'occasione, e subordinata al rispetto di quorum deliberativi speciali, fissati dal legislatore ad una soglia corrispondente ai tre quarti dei voti esprimibili. La stessa procedura deve essere rispettata altresì per l'emissione di nuove azioni privilegiate, la titolarità delle quali conferisce il diritto al godimento degli stessi benefici patrimoniali di quelle in vigore in precedenza³⁴³.

La differente struttura dell'ordinamento legislativo, rispetto a quello di Paesi come Francia e Italia, testimonia la grande diversità esistente nell'impostazione sociale e culturale alla base del modello della società di capitali in Germania, in cui è possibile ravvisare un'elevata avversione nei confronti sia della minaccia che imprenditori esteri acquisiscano i pacchetti maggioritari delle imprese nazionali, sia per quanto concerne il rischio di concentrazione del controllo in mano a pochi soggetti, da cui deriverebbe un pregiudizio inevitabile all'efficienza dei meccanismi del mercato finanziario³⁴⁴.

3.3 *La situazione negli Stati Uniti*

La disciplina del diritto di voto nelle società di capitali in vigore negli Stati Uniti rappresenta un caso di grande importanza nel panorama mondiale, a causa della spiccata particolarità degli elementi che ne sono alla base³⁴⁵, derivante dal fatto che in questo Paese la materia societaria è il frutto della sovrapposizione di tre diversi livelli regolamentari: innanzitutto, troviamo la normativa emanata dallo Stato in cui la società stabilisce la propria sede legale; su di un piano immediatamente superiore, interviene la legge federale, che trova applicazione comune in tutti gli Stati; infine, l'attività delle

³⁴³ Rado, *Comparative Company Law*, Saarbrücken, 2011, p. 219.

³⁴⁴ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., p. 47-49.

³⁴⁵ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *“Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo”*, cit., p. 42.

imprese e degli operatori finanziari è soggetta alle disposizioni emanate nell'ambito del mercato sul quale essi operano³⁴⁶.

Attualmente, il rispetto del principio di proporzionalità è disposto in tutti gli ordinamenti come norma dispositiva a carattere generale, sulla base del *Model Business Corporation Act*, senza che sia preclusa la possibilità di deviare da esso e procedere alla creazione di strumenti partecipativi dotati di diritti diversi, sia sul piano dei diritti di voto che su quello dei benefici patrimoniali, identificati come azioni a voto speciale, condizionato, limitato o totalmente escluso³⁴⁷.

L'atteggiamento del legislatore e delle imprese nei confronti degli strumenti partecipativi alternativi al principio "*one share, one vote*" ha subito, nel corso degli anni, un'influenza molto rilevante proveniente dagli ambienti di mercato, nel senso che la loro applicazione è avvenuta in dipendenza di tendenze manifestate nell'ambito dei cosiddetti "*contratti di quotazione*", ossia di quell'insieme di regole e condizioni che le imprese sono tenute a rispettare per l'ammissione dei loro titoli finanziari alla negoziazione in un mercato regolamentato e per mantenere tale quotazione, oltre che dai meccanismi propri dell'azione disciplinante del mercato³⁴⁸.

Per lungo tempo, negli Stati Uniti, la disciplina delle società di capitali ha presentato i caratteri della generalità e dell'indeterminatezza, e non era possibile riscontrare alcuna disposizione specifica inerente la materia del diritto di voto. Per questa ragione, durante i primi anni del ventesimo secolo, si diffuse la pratica di ricorrere all'emissione di azioni senza diritto di voto, in vista dell'obiettivo di separare la proprietà dal controllo dell'attività d'impresa³⁴⁹. In questo modo, un numero sempre maggiore di società a larga base azionaria si trovava ad essere governata da gruppi ristretti di soggetti, tra i quali molto spesso erano presenti operatori professionali, che conseguivano il potere di incidere sulle scelte gestionali in virtù del possesso di partecipazioni azionarie particolarmente limitate rispetto al totale, di gran lunga inferiori alla soglia necessaria per ottenere il controllo di diritto.

³⁴⁶ Vantoruzzo M., "*I «listing standards» nell'esperienza statunitense*", in AGE, vol. 1, 2002, p. 326.

³⁴⁷ Easterbrook F. H., Fischel D. R., *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., p. 88.

³⁴⁸ Kraakman R. R., *Diritto societario comparato*, a cura di L. Enriques, Bologna, 2006, p. 69.

³⁴⁹ Per considerazioni dettagliate sulle vicende avvenute in quegli anni nel panorama statunitense, si rinvia a Bainbridge S. M., *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4*, in Washington University Law Quarterly Journal, n. 69, 1991, p. 565.

Le distorsioni provocate da questa situazione, in termini di riduzione del livello di trasparenza degli assetti societari e conseguente diffidenza degli investitori nei confronti delle imprese che facevano ricorso alle azioni prive del diritto di voto³⁵⁰, furono tali da indurre una delle maggiori borse statunitensi, il *New York Stock Exchange*, a rifiutare, nel 1926, la richiesta di quotazione di tali strumenti finanziari avanzata da una società³⁵¹, per poi procedere, negli anni immediatamente successivi, a stabilire regole formali con cui si vietava la possibilità di ammettere a quotazione, in quel mercato, strumenti partecipativi configurati alla stregua di azioni senza diritto di voto o azioni a voto limitato³⁵².

L'atteggiamento adottato dalla borsa di New York fece riscontrare un leggero consenso iniziale, che andò diminuendo nel corso del tempo: l'esistenza di interessi economici sottostanti la quotazione delle imprese all'interno di un mercato, prevalse sulle convinzioni di principio inerenti l'utilizzo delle azioni senza diritto di voto³⁵³.

Per questa via, all'inizio degli anni ottanta del secolo scorso, gli orientamenti manifestati in tal senso si interruppero e, anzi, fecero registrare una marcata inversione di tendenza, al punto che, alla luce della necessità delle imprese statunitensi di procedere all'emissione di azioni senza diritto di voto per attenuare il rischio di scalate societarie³⁵⁴, concretizzatosi in seguito al rallentamento economico intervenuto in quegli anni, i mercati statunitensi in generale e il *New York Stock Exchange* in particolare, abbandonarono le regole restrittive adottate tempo addietro e cercarono di agevolare la quotazione delle imprese, ammettendo la creazione e circolazione di strumenti partecipativi in deroga al principio "*one share, one vote*"³⁵⁵.

La questione acquisì notevole rilevanza, al punto che l'Autorità del mercato finanziario statunitense, ossia la *Securities and Exchange Commission*, diede avvio ai lavori per la definizione di una regola generale da applicare alla materia del diritto di voto nelle società di capitali, con lo scopo di uniformare la disciplina dei vari Stati e allineare le

³⁵⁰ Ripley W. Z., *Main Street and Wall Street*, Boston, 1927.

³⁵¹ Ventrone M., "*I «listing standards» nell'esperienza statunitense*", cit., p. 339.

³⁵² Seligman J., "*Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*", in *The George Washington Law Review*, n. 54, 1986, p. 687.

³⁵³ Ferrarini G., "*«Un'azione - un voto»: un principio europeo?*", cit., p. 14.

³⁵⁴ Gordon G.N., "*Ties that Bind: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*", in *California Law Review*, n. 76, 1988, p. 4.

³⁵⁵ Ventrone M., "*I «listing standards» nell'esperienza statunitense*", cit., p. 342.

regolamentazioni approntate dalle borse³⁵⁶. Furono queste le premesse alla base dell'emanazione della *Rule 19c-4*, grazie alla quale si registrò un deciso ritorno all'utilizzo del principio di proporzionalità, sebbene non in misura eccessivamente rigida, e furono introdotte una serie di misure, quali: il divieto di procedere a modificazioni o limitazioni dei diritti di voto o patrimoniali attribuiti ai possessori di azioni della società in circolazione; l'individuazione e la distinzione dei casi in cui è possibile registrare la compressione del diritto di voto e quelle in cui tale pratica non è consentita; la possibilità di emettere diverse categorie di azioni, in termini di diritti amministrativi o benefici di natura patrimoniale, in occasione di operazioni di offerta pubblica iniziale della società su un mercato regolamentato, e di creare, in periodi successivi, ulteriori strumenti finanziari dotati di diritti non superiori a quelli emessi in precedenza³⁵⁷; il divieto di creare azioni conferenti un maggior numero di diritti rispetto a quelle esistenti al momento di fusioni, acquisizioni o scissioni³⁵⁸.

Oltre a stabilire siffatte disposizioni, il provvedimento normativo in parola affrontava una serie di aspetti dai tratti tipicamente statunitensi, molto diffusi nella pratica economica dei mercati, che nella mente del legislatore potevano rappresentare una seria minaccia all'ordinato ed efficiente svolgimento degli scambi; facciamo riferimento ai numerosi divieti introdotti per quanto riguarda le previsioni statutarie dell'esistenza di restrizioni al diritto di voto conferito dagli strumenti partecipativi se detenuti per periodi di tempo inferiori a soglie prestabilite, le disposizioni di tetti massimi al possesso azionario o all'esercizio del diritto di voto in assemblea, la creazione di azioni in grado di arrecare grave pregiudizio all'interesse di alcune categorie di soggetti, come ad esempio le *super voting stocks*³⁵⁹, titoli che conferiscono al portatore un diritto di voto fortemente maggiorato e che possono essere detenuti solo da determinati soggetti all'interno della società, identificati nelle persone dei soci fondatori e degli amministratori³⁶⁰.

³⁵⁶ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., p. 44.

³⁵⁷ Per una trattazione approfondita sul tema dell'offerta pubblica d'acquisto nella legislazione statunitense, si veda Enriques L., Gilson R. J., Paccos A., *The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)*, ECGI Working Paper, n. 212, 2013.

³⁵⁸ Bainbridge S.M., *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4*, cit., p. 578.

³⁵⁹ Bainbridge S.M., *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4*, cit., p. 579.

³⁶⁰ Sacchi Ginevri A., *"The Rise of Long-Term Minority Shareholders' Rights in Publicly Held Corporations and Its Effects on Corporate Governance"*, cit., pp. 587 ss.

Due anni più tardi dall'emanazione della *Rule 19c-4*, in seguito ad un feroce dibattito scaturito dall'introduzione del provvedimento, la disposizione della *Securities and Exchange Commission* fu giudicata inappropriata dalla Corte di Appello per eccesso di potere nell'esercizio delle proprie funzioni di regolamentazione e venne abrogata³⁶¹: quest'episodio non modificò la sostanza dei fatti, in quanto i mercati borsistici statunitensi provvidero ad adottare una regolamentazione che ricalcava in gran parte la *Rule 19c-4*, con l'unica differenza che la nuova normativa si mostrava maggiormente flessibile e dotata di un alto grado di adattamento all'evoluzione dei mercati finanziari³⁶². Per quanto concerne l'istituto del voto multiplo, anche negli Stati Uniti le azioni che conferiscono diritti di voto in numero superiore all'unità sono state utilizzate principalmente da imprese familiari; a ciò si aggiunge la tendenza, manifestata in alcuni settori specifici, che ha visto le società ad essi appartenenti ricorrere all'emissione di azioni a voto multiplo in misura maggiore rispetto a quanto si registra in altri ambiti: facciamo riferimento al settore dei media e a quello dell'*high-tech*³⁶³, in cui è possibile assistere a numerose situazioni in cui la struttura partecipativa dell'impresa è costruita sul modello *dual-class*³⁶⁴.

Proprio la possibilità di emettere azioni a voto multiplo ha influenzato notevolmente le strategie finanziarie delle imprese di cui trattasi, rappresentando, in molti casi, un forte incentivo alla quotazione dei titoli su un mercato regolamentato, alla luce delle peculiari caratteristiche di tali azioni che permettono ai soci fondatori di controllare il governo della società con l'acquisizione di una quota di capitale sociale limitata rispetto al totale³⁶⁵. Molto spesso, infatti, si assiste alla quotazione delle sole azioni ordinarie della società, mentre quelle a voto multiplo sono destinate a rimanere in possesso di determinati soggetti³⁶⁶ e sono subordinate a discipline speciali che ne limitano la

³⁶¹ In ordine ad un'esposizione completa del caso, si rinvia a Gilson R. J., *Regulating the Equity Component of Capital Structure: The SEC's Response to the One Share One Vote Controversy*, in *Modernizing U.S. Securities Regulation: Economic and Legal Perspectives*, a cura di Lehn e Kamphuis, Business One Irwin, Homewood, 1992, pp. 211 ss.

³⁶² Choper J. H., Coffee J. C., Gilson R. J., *Cases and Materials on Corporations*, Wolters Kluwer, New York, 7 ed., p. 583.

³⁶³ Per le evidenze risultanti dagli studi condotti sulle imprese appartenenti a settori tecnologici ad alta crescita, si veda Goshen V. Z., Hamdani A., *Concentrated Ownership Revisited: The Idiosyncratic Value of Corporate Control*, ECGI Law Working Paper, n. 206, 2013.

³⁶⁴ Chemmanur T. J., Jiao Y., *"Dual class IPOs: A theoretical analysis"*, cit., pp. 305-319.

³⁶⁵ Lamandini M., *"Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto"*, cit., 2014.

³⁶⁶ Chemmanur T.J., Jiao Y., *"Dual class IPOs: A theoretical analysis"*, cit., pp. 305-319

circolazione o ne prevedono la conversione in azioni ordinarie al momento del trasferimento ad un altro soggetto³⁶⁷.

³⁶⁷ Pomelli A., *“Strategie normative efficienti per il trasferimento della proprietà di società per azioni quotate”*, in Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Milano, 2014.

Capitolo 4

Voto plurimo, tutela delle minoranze e Corporate Governance

1. Vantaggi e svantaggi del voto multiplo nell'ottica degli azionisti

1.1 L'impiego di azioni a voto plurimo

Il lavoro di analisi realizzato con la presente trattazione ci permette di delineare un quadro ben preciso della situazione generale predisposta dal legislatore in seguito agli interventi nel settore del diritto finanziario e commerciale. Appare chiaro che i pareri autorevoli formulati in ambito giuridico e le esperienze maturate in altri Paesi europei permettono agli operatori economici di approcciare i nuovi strumenti finanziari con un elevato grado di consapevolezza circa le loro potenzialità e gli effetti da questi prodotti. Per quanto riguarda il diritto di voto plurimo, ammesso nelle sole società chiuse, sembra sussistere, a mio avviso, una certa uniformità d'intenti sulla piena legittimità costituzionale di tale istituto, in conseguenza del fatto che l'emissione di azioni che conferiscono il potere di esercitare il voto in misura superiore all'unità, opportunamente prevista nello statuto societario secondo le modalità stabilite dal legislatore, non arreca violazione alcuna dei principi fondamentali alla base dell'impianto giuridico del diritto finanziario e societario italiano³⁶⁸, tra i quali possiamo annoverare, ad esempio: il principio di uguaglianza all'interno delle società di capitali, in virtù del quale viene assicurata parità di trattamento, in termini di diritti amministrativi e patrimoniali, a tutti i titolari di una determinata categoria di azioni della società, secondo il dettato dell'art. 2348 c.c., comma primo³⁶⁹; il principio in base al quale i soci che non concorrono alla deliberazione di emissione di azioni a voto plurimo, da ottenere mediante opportuna

³⁶⁸ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., p. 52.

³⁶⁹ Campobasso G.F., *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, cit., pp. 204 ss.

modifica del regolamento statutario, godono di un insindacabile diritto di recesso in merito all'intera quota di capitale sociale, o parte di essa, da loro detenuta, così come disposto dal comma primo dell'art. 2437 c.c.³⁷⁰; i principi e le disposizioni alla base della disciplina predisposta a protezione degli azionisti di minoranza.

Se passiamo alla valutazione degli effetti positivi e, altresì, di quelli negativi che l'impiego di strumenti partecipativi a voto multiplo produce sul sistema economico e finanziario generale, possiamo annoverare, tra i potenziali rischi, quello per cui i soggetti in possesso della partecipazione di controllo si presentano maggiormente incentivati a estrarre benefici privati dall'attività di governo della società, con evidenti riflessi sul piano della contendibilità del controllo societario, per tal via nettamente diminuita a causa della grande accumulazione di potere sociale che si concentra nelle mani di ristretti gruppi di soggetti, proprio in virtù dell'utilizzo di azioni a voto multiplo³⁷¹.

Gli aspetti positivi della possibilità di prevedere il ricorso al voto plurimo consistono, invece, come già illustrato in parte, nei numerosi vantaggi apportati agli imprenditori a capo di imprese di media e piccola dimensione in ordine all'eventualità di procedere alla quotazione in borsa dei titoli rappresentativi della società, alla luce della capacità delle azioni a voto plurimo di rappresentare uno strumento di separazione della proprietà dal controllo³⁷²; nella riduzione del numero di quote partecipative e, dunque, dei costi finanziari necessari ad acquisire posizioni di controllo all'interno di società di capitali; nella conseguente possibilità di procedere all'attuazione di una più intensa attività di monitoraggio dell'operato dei manager incaricati della gestione societaria, unitamente ad una più efficiente diversificazione del proprio portafoglio titoli, con sostanziale diminuzione del rischio *firm-specific* sopportato dall'azionista³⁷³.

Tuttavia, l'analisi della struttura capitalistica italiana, composta da un elevato numero di piccole e medie imprese, al cui vertice sono solitamente ubicati gruppi imprenditoriali a carattere familiare, evidenzia la presenza di numerose situazioni in cui, al momento dell'introduzione del decreto Competitività del 2014, si concretizzava l'esercizio di un potere di fatto o di diritto da parte degli azionisti di controllo, o altresì di situazioni in cui

³⁷⁰ Campobasso G.F., *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, cit., pp. 141 ss.

³⁷¹ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., "Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo", cit., p. 52.

³⁷² Saggiocca M., "Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto", cit., pp. 942-947.

³⁷³ Burkart M., Lee S., "One Share-One Vote: The Theory", cit., pp. 1-49.

la composizione del gruppo di governo della società annoverava tra i suoi membri gli stessi soci di controllo. L'esistenza di questi fattori neutralizza completamente gli effetti benefici apportati alla struttura societaria in termini di rafforzamento del *monitoring* esercitato sugli amministratori, e sposta il problema di agenzia dal rapporto tra azionisti e manager a quello tra soci di minoranza e soci di maggioranza³⁷⁴.

In aggiunta a quanto detto finora, è necessario, a mio parere, soffermare l'attenzione sulla relazione tra l'impiego di strumenti partecipativi a voto plurimo e la disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto; alla luce dell'importanza del tema, ad esso saranno dedicati alcuni dei successivi paragrafi della presente trattazione, con l'obiettivo di analizzare una serie di casi specifici, di particolare delicatezza, in cui si è reso indispensabile l'intervento del legislatore, che ha apportato numerose ed essenziali modifiche alla disciplina previgente, e il prezioso lavoro interpretativo dei giuristi.

Per adesso, è sufficiente enunciare che la materia è stata oggetto di attenta regolamentazione anche in ambito europeo, dove si è provveduto ad emanare la Direttiva numero 25 del 2004, meglio conosciuta come *Direttiva OPA*, con la quale il Parlamento Europeo ha prescritto la neutralizzazione dei voti multipli conferiti dalle azioni in caso di formulazione di offerta pubblica d'acquisto nei confronti della società, anche se tale disposizione non presentava, e non presenta tuttora, i caratteri della imperatività, in quanto fu concesso alle imprese di prevedere nel proprio statuto la presenza di clausole che derogavano alla regola in parola³⁷⁵.

Non c'è dubbio che la sospensione del voto multiplo nelle situazioni di offerta pubblica d'acquisto poteva rappresentare la soluzione migliore al problema della riduzione di contendibilità della proprietà societaria, derivante dall'applicazione del voto multiplo, che per tal via rimane una delle questioni di maggior rilevanza tra i compiti che attendono il legislatore nel futuro prossimo³⁷⁶.

Possiamo concludere, dunque, affermando che i benefici di cui è possibile usufruire grazie all'emissione di azioni a voto plurimo, coincidenti con l'ampliamento della gamma di strumenti partecipativi attraverso i quali l'azienda può procedere alla raccolta delle

³⁷⁴ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *“Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo”*, cit., p. 53.

³⁷⁵ Spolidoro M. S., *“Il voto plurimo: i sistemi europei”*, cit., 2014.

³⁷⁶ Saggiocca M., *“Il definitivo tramonto del principio “un'azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”*, cit., pp. 932-942.

risorse finanziarie sul mercato dei capitali, con l'apporto di numerosi vantaggi in ordine alla quotazione dei titoli azionari della società e altresì con la possibilità di realizzare una maggiore diversificazione degli investimenti in portafoglio e una migliore allocazione del denaro, è compensato dall'effetto di grande sbilanciamento che il voto plurimo introduce nel rapporto di proporzionalità tra quota di capitale detenuta e potere conferito al soggetto titolare³⁷⁷. La situazione così delineata si presenta come estremamente favorevole per l'operato di quei soggetti interessati esclusivamente al rendimento finanziario del proprio investimento, da realizzare mediante una gestione societaria improntata al perseguimento di interessi personali a scapito del bene collettivo della compagine sociale³⁷⁸.

1.2 Strutture partecipative con maggiorazione del voto

L'introduzione delle azioni a voto multiplo nell'ordinamento italiano ha reso concrete le intenzioni del legislatore nazionale di recepire gli stimoli provenienti dal contesto europeo in tema di diritto finanziario e societario.

La Commissione Europea, a partire dai primi anni del ventunesimo secolo, ha dato vita ad un'intensa e costante opera di sensibilizzazione degli operatori del mercato finanziario nell'ottica di incentivare l'investimento di lungo termine nelle società di capitali³⁷⁹. Un simile atteggiamento avrebbe incrementato indubbiamente la liquidità degli strumenti finanziari e avrebbe favorito la creazione di strutture societarie stabili, con effetti positivi sulla fiducia degli investitori e, dunque, sul funzionamento dell'intero sistema economico e finanziario.

Appare chiaro che, nelle intenzioni della Commissione, il metodo più idoneo al perseguimento dei suddetti obiettivi in ambito sia nazionale sia comunitario era costituito

³⁷⁷ Spolidoro M. S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei"*, cit., 2014.

³⁷⁸ Lamandini M., *"Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto"*, cit., 2014.

³⁷⁹ Si vedano il *Report on Issues Related to Takeover Bids* preparato dall'*High Level Group of Company Law Experts* in data 10 gennaio 2002, e il *Report on the Proportionality Principle in the European Union* realizzato congiuntamente dall'*Institutional Investor Services (ISS)*, dallo *European Corporate Governance Institute (ECGI)* e dallo studio legale *Sherman & Sterling* nell'anno 2007.

dalla implementazione di assetti partecipativi basati su modelli di attribuzione dei diritti sociali in deroga al principio di proporzionalità, di cui lo strumento dell'azione di fedeltà era l'elemento maggiormente rappresentativo, in grado di accrescere l'interesse dei soci nei confronti della sana e prudente gestione societaria e ampliare l'orizzonte degli investimenti effettuati nel comparto azionario³⁸⁰.

Gli orientamenti espressi in favore dell'utilizzo di azioni di fedeltà sul modello francese avevano trovato manifestazione già all'interno del Libro Verde dell'Unione Europea pubblicato nel 2011, in cui erano illustrate una serie di considerazioni riguardo la natura degli investimenti effettuati nel mercato europeo, come risultava da indagini svolte dalla Commissione³⁸¹: il contesto raffigurato evidenziava la necessità di interventi immediati da parte delle Autorità europee, in quanto l'idea che i titolari di azioni siano soggetti concretamente interessati al corretto svolgimento dell'attività d'impresa in funzione della massimizzazione del valore societario non trova riscontro nella pratica, dove è possibile osservare azionisti disattenti nei confronti delle dinamiche societarie e interessati soltanto al rendimento economico di breve o brevissimo termine del loro investimento finanziario³⁸².

Alla luce della gravità della situazione, in termini di distorsioni provocate all'efficiente funzionamento dei meccanismi di mercato, la Commissione Europea, pur ammettendo la possibilità che siano presenti investitori non orientati ad ottenere l'ingerenza nel governo della società delle cui azioni sono titolari, ha ritenuto necessario svolgere un'opera di informazione economico-finanziaria rivolta a tutti gli investitori del mercato, accompagnando ad essa la decisione di provvedere a risolvere il problema in parola attraverso le raccomandazioni in direzione dell'utilizzo di azioni di fedeltà a voto plurimo, accanto ad una serie ulteriore di meccanismi e pratiche economiche che, congiuntamente, avrebbero dovuto ristabilire l'adeguato l'ordine all'interno del sistema economico generale³⁸³.

³⁸⁰ Saggiocca M., *“Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”*, cit., pp. 942-947.

³⁸¹ Lamandini M., *“Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto”*, cit., 2014.

³⁸² Montalenti P., *Amministrazione, controllo, minoranze nella Legge sul Risparmio, La nuova legge di tutela del risparmio*, Milano, 2007, p. 34.

³⁸³ Per un'esposizione dettagliata della materia, si veda Alvaro S., Lupini B., *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, Quaderni Giuridici della Consob, vol. 3, 2013.

Per queste ragioni, l'introduzione negli ordinamenti della possibilità di ricorrere all'emissione di azioni di fedeltà, a cui è legato un beneficio di voto maggiorato in funzione del periodo di detenzione dell'azione, insieme alla previsione, generalmente già in vigore in quegli anni, di dividendi aggiuntivi subordinati al possesso dei titoli per periodi prestabiliti, è sembrato lo strumento adatto allo scopo, sebbene la portata rivoluzionaria di una simile disposizione costringa il legislatore a predisporre una serie di misure correttive, a modifica delle disposizioni previgenti all'interno dei codici nazionali³⁸⁴.

Ed è proprio quello che è successo all'interno dell'ordinamento italiano: l'emanazione del decreto Competitività del 2014, con la legittimazione del voto di fedeltà nelle società di capitali, ha reso necessario l'implementazione di una serie di modifiche e integrazioni a disposizioni del codice civile all'epoca in vigore, con particolare riferimento alla disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto e a quella della trasparenza in materia di partecipazioni rilevanti³⁸⁵.

Precedentemente rispetto all'introduzione delle azioni di fedeltà a voto maggiorato, il codice civile italiano prevedeva l'obbligo di offerta pubblica d'acquisto successiva al superamento della soglia del trenta per cento del capitale sociale acquisito; in tal senso, la previsione delle *loyalty shares* rappresenta, a mio avviso, un elemento di possibile distorsione del sistema, in quanto l'utilizzo di siffatti strumenti azionari, strutturati in modo da realizzare un effetto leva del diritto di voto, in rapporto ad una disciplina così impostata, si presta all'adozione di comportamenti impropri e altresì di natura opportunistica, con l'effetto di concorrere all'ulteriore concentrazione e al rafforzamento del potere sociale in mano a limitati gruppi di soggetti, che per tal via rendono anche meno contendibile il governo societario³⁸⁶.

Sono stati questi i motivi che hanno spinto il legislatore italiano a rafforzare le misure disciplinari a ciò predisposte, con la previsione che il superamento della soglia del trenta per cento del capitale sociale rappresentato da voto in assemblea, anche se realizzato tramite il meccanismo di raddoppio dei voti conferito dall'azione di fedeltà e non attraverso l'acquisizione di ulteriori strumenti partecipativi, concretizza l'obbligo di

³⁸⁴ Lamandini M., *"Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto"*, cit., 2014.

³⁸⁵ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., p. 53.

³⁸⁶ Saggiocca M., *"Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto"*, cit., pp. 942-947.

procedere ad un'offerta pubblica di acquisto totalitaria. In questo modo, si è provveduto ad evitare che il possesso di quote azionarie del capitale sociale inferiori alla soglia del trenta per cento, ma tali da conferire diritti di voto per una quantità superiore alla stessa soglia in riferimento al totale dei voti esercitabili nell'assemblea dei soci, rendesse possibile il governo della società in condizione di fatto, senza l'obbligo di formalizzare un'offerta pubblica d'acquisto³⁸⁷.

Per tal via, si è riusciti anche ad evitare che si verificassero situazioni in cui i soci detentori della quota maggioritaria del capitale della società, in virtù della quale sono legittimati ad esercitare un controllo di diritto, procedano alla dismissione della propria partecipazione azionaria, fino a raggiungere quote di possesso inferiori alla metà del capitale sociale, mantenendo però il potere di governare la società grazie all'esercizio di diritti di voto in forma maggiorata, conferiti loro dalla detenzione di azioni di fedeltà³⁸⁸.

Non c'è dubbio che la previsione di neutralizzazione del voto multiplo in caso di offerta pubblica di acquisto espone il socio maggioritario che attua questa strategia a elevati rischi di scalata ostile, e potrebbe pertanto rappresentare uno strumento adeguato di prevenzione in ordine all'attuazione di siffatti comportamenti, non particolarmente desiderabili, né tantomeno efficienti nell'economia del mercato³⁸⁹.

Per quanto riguarda il rapporto delle azioni a voto maggiorato con la regola di neutralizzazione adottata per le azioni a voto plurimo, il legislatore del decreto Competitività dispone che le società emittenti azioni di fedeltà possono prevedere, all'interno del loro statuto, che il diritto di voto aggiuntivo assegnato in virtù del possesso di tali strumenti partecipativi non sia esercitabile nelle assemblee preposte alla deliberazione in merito alle tecniche di difesa da adottare nei confronti di offerte pubbliche d'acquisto rivolte alla società; il beneficio può essere annullato anche in occasione della prima assemblea che segue la chiusura dell'offerta, convocata per modificare lo statuto o per revocare o nominare gli amministratori o i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, quando, a seguito di un'offerta pubblica di acquisto, l'offerente venga a detenere almeno il settantacinque per cento del capitale con

³⁸⁷ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *“Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo”*, cit., pp. 51 ss.

³⁸⁸ Saggiocca M., *“Il definitivo tramonto del principio “un'azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”*, cit., pp. 942-947.

³⁸⁹ Lamandini M., *“Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto”*, cit., 2014.

diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, in base a quanto dettato dall'art. 104-bis, comma terzo, del Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione Finanziaria³⁹⁰.

Sono questi i casi in cui è possibile sopprimere i privilegi conferiti dal possesso prolungato di azioni a voto maggiorato.

Per quanto riguarda il regime della trasparenza sulle partecipazioni rilevanti, in seguito all'emanazione del provvedimento normativo dell'estate del 2014, appare evidente che si assisterà ad un'intensificazione dell'attività di controllo e monitoraggio delle partecipazioni, alla luce della necessità di seguire con maggiore attenzione le date di acquisizione e cessione degli strumenti partecipativi a voto maggiorato in ordine al calcolo del periodo di detenzione del titolo³⁹¹. Congiuntamente al decreto Competitività, il legislatore italiano si è mostrato interessato solamente a formulare la precisazione secondo la quale, in considerazione dell'introduzione del voto di fedeltà, il concetto di capitale a cui fare riferimento è quello associato al numero di voti effettivamente esercitabili nell'assemblea generale dei soci, e non certo al numero di quote in cui il patrimonio societario è suddiviso.

Tutte le altre disposizioni in materia di offerta pubblica di acquisto e di trasparenza sulle partecipazioni rilevanti sono rimesse alla competenza della Consob, incaricata di provvedere alla implementazione e pubblicazione di un regolamento contenente le norme attuative di tali provvedimenti³⁹². Il Regolamento in parola, contiene altresì le disposizioni inerenti le modalità di conferimento di azioni di nuova emissione, in sede di aumento di capitale, in opzione ai titolari di azioni a voto maggiorato e le previsioni a riguardo delle tecniche di limitazione del diritto di voto assegnato agli azionisti della società in virtù del possesso di determinati strumenti finanziari in vista dell'obiettivo di evitare situazioni di eccessiva concentrazione del potere sociale in mano ristretti gruppi di soggetti³⁹³.

³⁹⁰ Saggiocca M., *“Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”*, cit., pp. 942-947.

³⁹¹ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *“Le deviazioni dal principio un’azione-un voto e le azioni a voto multiplo”*, cit., pp. 61 ss.

³⁹² Lamandini M., *“Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto”*, cit., 2014.

³⁹³ Saggiocca M., *“Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”*, cit., pp. 942-947.

2. Rapporti con la disciplina dell'offerta pubblica di acquisto

2.1 Problemi applicativi nelle società chiuse

La facoltà concessa alle società di capitali chiuse, da parte del legislatore, di prevedere nello statuto l'emissione di azioni a voto plurimo, intervenuta a seguito dell'emanazione del decreto Competitività dell'estate 2014, ha sollevato una serie di questioni di estrema rilevanza tecnica e pratica con riferimento alla tutela della sfera di diritti dei soci dell'attività d'impresa.

A mio avviso, il primo caso meritevole di interesse è rappresentato dalla situazione in cui, in sede di costituzione della società, si proceda a decretare, in aggiunta alle azioni ordinarie e ad altre eventuali categorie di strumenti partecipativi tra quelli ammessi dal legislatore, l'emissione di azioni a voto plurimo da distribuire a tutti i soci, o limitatamente ad una parte di essi. Tale contesto non sembra delineare particolari problemi, in conseguenza del fatto che sono gli stessi soci costituenti a stabilire che il possesso di azioni a voto plurimo conferisce maggior potere ai loro titolari, e il loro consenso viene espresso nella fase originaria della società³⁹⁴.

Molto simile a questo caso è anche quello in cui si contempla, sempre al momento della costituzione della società, l'introduzione di una clausola statutaria che prevede la futura emissione di azioni a voto multiplo, da realizzare tramite un'operazione di aumento di capitale, delegando ovviamente tale decisione alla competenza degli amministratori³⁹⁵. Generalmente, la delega in parola contiene una serie di disposizioni altamente specifiche, riguardanti la definizione del momento in cui avverrà l'aumento di capitale, l'importo di tale aumento o la soglia massima che gli amministratori sono tenuti a rispettare, il numero di azioni rappresentative di nuova emissione, le caratteristiche di tali azioni, la quantità di azioni a voto multiplo e i diritti di voto da esso conferiti, le modalità di

³⁹⁴ Spolidoro M. S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei"*, cit., 2014.

³⁹⁵ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., pp. 52 ss.

determinazione del prezzo di emissione, i criteri di assegnazione di tali azioni ai soci, e altro ancora³⁹⁶.

L'inserimento di tale clausola nello statuto societario in sede di definizione dell'atto costitutivo fa in modo che, nel momento in cui verrà attuata la decisione di procedere all'aumento di capitale, ai soci che manifesteranno opinioni o atteggiamenti di dissenso a tale riguardo, non sarà riconosciuto alcun diritto di recesso con riferimento alla quota di capitale sociale da essi detenuta o a parte di essa, in quanto la loro approvazione dello statuto societario comporta automaticamente l'approvazione di tutte le disposizioni da esso dettate, e pertanto il consenso affinché venga data attuazione alla clausola di aumento del capitale sociale opportunamente inserita al suo interno. In più, tali eventuali manifestazioni di dissenso potranno trovare espressione esclusivamente in contesti extra-assemblyari, non essendo prevista nessuna deliberazione preventiva in ordine all'operazione di futura emissione di azioni a voto multiplo, rimessa totalmente alla competenza e ai poteri dei manager *ab origine*³⁹⁷.

Un maggior numero di problemi deriva dalla concretizzazione di una situazione leggermente diversa, qual è quella rappresentata dalla introduzione della possibilità di emettere azioni a voto multiplo all'interno dello statuto societario, mediante opportuna modifica dello stesso, nel corso dello svolgimento dell'attività d'impresa, a integrazione delle regole precedentemente previste in fase costitutiva. In questo caso, è necessario procedere a deliberare nel rispetto dei *quorum* costitutivi e deliberativi stabiliti dal legislatore, con gli artt. 2368 e 2369 c.c., per le maggioranze nelle assemblee straordinarie, tenendo in considerazione, altresì, le innovazioni che sono state apportate alla materia in occasione dell'emanazione del decreto Competitività: il legislatore ha modificato alcuni articoli presenti tra le disposizioni di attuazione del codice civile, con l'effetto di produrre un sostanziale incremento dei *quorum* deliberativi e costitutivi previsti per le assemblee straordinarie che saranno costituite nell'ottica di discutere e deliberare in merito all'emissione di categorie azionarie speciali a voto multiplo³⁹⁸.

³⁹⁶ Saggiocca M., "Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto", cit., pp. 942-947.

³⁹⁷ Busani A., Saggiocca M., "Le azioni non si contano ma si "pesano": superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato", cit., p. 1054.

³⁹⁸ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., "Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo", cit., pp. 52 ss.

Se in precedenza era possibile introdurre modifiche statutarie con il voto favorevole della maggioranza assoluta del capitale sociale in prima convocazione, e con i due terzi dei voti presenti in assemblea in seconda, successivamente al provvedimento dell'estate 2014 si rende necessario ottenere il consenso dei due terzi dei partecipanti all'assemblea straordinaria sia in prima che in seconda convocazione, con *quorum* costitutivi fissati a un terzo del capitale sociale. L'obiettivo del legislatore è quello di coinvolgere il maggior numero possibile di azionisti della società nel processo decisionale concernente l'emissione di azioni a voto plurimo, onde evitare che il consenso di una piccola parte di essi rischi di pregiudicare l'interesse della restante parte di soci, sia in prima che in seconda convocazione³⁹⁹.

Sebbene l'emissione di azioni a voto plurimo, realizzata per dare concreta attuazione all'operazione di aumento del capitale sociale, preveda generalmente la possibilità che i soci usufruiscano di un diritto di opzione, in forza del quale ad essi saranno assegnate le azioni di nuova emissione in quantità proporzionali rispetto alla quota di capitale sociale fino a quel momento detenuta, facendo in modo, dunque, di non alterare gli equilibri partecipativi in essere all'interno della società, il legislatore dispone che i soci, che non abbiano concorso alla deliberazione di aumento del capitale sociale per mezzo della creazione di azioni a voto plurimo, possono far valere il diritto di recesso in relazione alla partecipazione azionaria da essi detenuta, per l'intera quota o parte di essa. E' quanto dispone il comma primo dell'art. 2437 c.c., secondo il quale il diritto di recesso spetta ai soci dissenzienti al verificarsi di una serie di situazioni, tra cui possiamo notare la presenza di deliberazioni assembleari che apportano sostanziali modifiche dello statuto in materia di diritti di voto e partecipazione sociale⁴⁰⁰.

Se la clausola di aumento del capitale sociale, da realizzare per mezzo dell'emissione di azioni a voto plurimo, non rischia di pregiudicare l'equilibrio societario nel caso in cui fosse previsto un diritto di opzione in capo ai soci con riferimento alle azioni di nuova emissione, notevolmente più delicata appare, a mio parere, la questione se sia possibile procedere ad una limitazione parziale o ad una soppressione totale di tale diritto, associato in particolare allo strumento partecipativo dell'azione a voto plurimo. Il

³⁹⁹ Saggiocca M., *"Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto"*, cit., pp. 942-947.

⁴⁰⁰ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., pp. 52 ss.

verificarsi della situazione in parola provvederebbe a operare una netta distinzione tra soggetti assegnatari dello strumento partecipativo e soggetti esclusi da tale circostanza, con evidenti riflessi anche sul piano della determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione⁴⁰¹.

Tuttavia, il quadro generale del codice civile, così come delineato dal legislatore al momento attuale, fa pensare che non ci siano elementi contrari affinché i soci procedano a deliberare l'emissione e successiva assegnazione di azioni a voto multiplo in favore di determinati soci, qualora si ravvisasse l'estrema necessità di un siffatto provvedimento in ordine al perseguimento dell'interesse societario, nel rispetto dei *quorum* prescritti dal legislatore⁴⁰².

Il contesto così delineato fa presupporre che la pratica di inserire clausole statutarie volte all'emissione di azioni a voto plurimo sarà maggiormente diffusa in sede di costituzione della società, alla luce della sua predisposizione a rappresentare un elemento che caratterizza in modo naturale l'origine dell'organismo societario, e della maggiore difficoltà pratica ed economica di approvare e inserire la previsione nello statuto in momenti successivi; quest'ultima circostanza potrebbe trovare particolare applicazione nelle società di capitali chiuse a carattere familiare, nelle quali la dimensione ristretta dell'azionariato e il legame intercorrente tra i soci rende meno problematica la questione del recesso dei soci, in termini di costi finanziari per la società, e permette, altresì, di raggiungere più facilmente i numeri minimi per costituzione e deliberazione di assemblee straordinari, a differenza di quanto si verifica nelle società ad azionariato diffuso⁴⁰³.

⁴⁰¹ Lamandini M., *"Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto"*, cit., 2014.

⁴⁰² Busani A., Sagiocca 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"*, cit., p. 1054.

⁴⁰³ Sagiocca M., *"Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto"*, cit., pp. 942-947.

2.2 Introduzione del voto plurimo nelle società aperte

Completamente differente è la situazione in essere all'interno delle società di capitali che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, ammettendo le proprie azioni alla negoziazione in un sistema regolamentato, che presentano, per tal via, una base azionaria di rilevanti dimensioni. In queste realtà, è necessario tenere in adeguata considerazione le difficoltà pratiche e le gravose condizioni economiche alla base dell'implementazione dei processi decisionali, specie se si considerano quelli inerenti la materia del diritto di voto: allo stesso modo rispetto alle società chiuse, le modifiche statutarie in riferimento a determinati elementi richiedono la presenza delle maggioranze rafforzate delle assemblee straordinarie, e l'emissione di nuove azioni presuppone la necessità che le stesse siano offerte in via opzionale ai soci dell'attività d'impresa⁴⁰⁴.

Proprio a tal riguardo, nel caso in cui una società ad azionariato diffuso riuscisse effettivamente ad apportare modifiche statutarie di tal genere, oltre ad offrire in opzione ai proprio soci le azioni a voto multiplo emesse in seguito all'operazione di aumento del capitale sociale, potrebbe addirittura valutare la possibilità di quotarle, essendo molto probabile che la grande diffusione di tali azioni consentisse di soddisfare le condizioni per la quotazione sul mercato, in termini di flottante minimo disponibile tra il pubblico degli investitori⁴⁰⁵.

In aggiunta a ciò, va considerata l'idea secondo cui l'emissione di azioni a voto multiplo all'interno di società di capitali quotate, nell'eventualità che larga parte dei soci scelga di esercitare il proprio diritto di opzione, non permette di ottenere i benefici in vista dei quali si era deciso di procedere all'aumento di capitale per mezzo di tali strumenti partecipativi: gli assetti di governo societario rimarrebbero totalmente invariati e si giungerebbe a configurare una situazione pressoché identica a quella in cui l'aumento di capitale viene realizzato tramite l'emissione di azioni ordinarie⁴⁰⁶.

⁴⁰⁴ Spolidoro M. S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei"*, cit., 2014.

⁴⁰⁵ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., pp. 57-58.

⁴⁰⁶ Saggiocca M., *"Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto"*, cit., pp. 942-947.

Se, invece, gli azionisti decidono di non usufruire del proprio diritto di opzione, potrebbero generarsi pericolosi meccanismi distorsivi, che si possono identificare nel processo di valorizzazione dei diritti non utilizzati e nella conseguente possibilità che la proprietà di tali diritti possa transitare da un soggetto all'altro. Il socio maggioritario, colui che presenta cioè il maggior incentivo all'emissione di azioni a voto plurimo, sarebbe indotto all'acquisto dei diritti in parola, che molto spesso vengono venduti a prezzi inferiori, e dunque particolarmente convenienti, rispetto al loro valore intrinseco, in modo da ottenere una maggiore concentrazione del possesso azionario tramite l'effetto leva generato dal voto maggiorato⁴⁰⁷.

Non c'è dubbio che questo sistema produce una serie di conseguenze sulla struttura societaria e sul sistema economico in generale, principalmente in termini di riduzione del valore delle azioni ordinarie della società sul mercato finanziario, poiché gli operatori del settore mobiliare includono nelle loro valutazioni sulla società l'aspetto inerente la riduzione della contendibilità del governo societario e altresì quello riguardante l'incremento dei problemi e dei costi di agenzia che tali situazioni generano; questi elementi producono, a loro volta, effetti sul comportamento dell'azionista di controllo, che ottiene ulteriori incentivi all'acquisizione delle altre partecipazioni azionarie, alla luce del fatto che i costi dell'operazione di aumento del capitale non ricadono interamente nella sua sfera di interessi, mettendolo chiaramente nelle condizioni di procedere all'estrazione di benefici privati dal controllo della società⁴⁰⁸.

Ne risulterebbe una struttura societaria che, da un lato, a giudicare da alcuni pareri provenienti da autorevole letteratura economica, ottiene benefici in termini di maggiori incentivi del socio detentore della quota di controllo ad effettuare attività di monitoraggio nei confronti dell'operato degli amministratori; dall'altro, gli interessi dei soci minoritari potrebbero ricevere inevitabile pregiudizio, in ragione del sacrificio economico sostenuto con la riduzione del prezzo delle azioni in loro possesso⁴⁰⁹.

⁴⁰⁷ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *“Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo”*, cit., pp. 57-58.

⁴⁰⁸ Lamandini M., *“Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto”*, cit., 2014.

⁴⁰⁹ Gilson R. J., *“Evaluating dual-class common stock: The relevance of substitutes”*, Virginia Law Review, 1987, vol. 73, pp. 807- 843.

Se osservato da altro punto di vista, il quadro delineato finora presenta tratti nettamente divergenti rispetto a quanto argomentato, e gli effetti prodotti dall'impiego di azioni a voto plurimo risultano, a mio avviso, completamente opposti a quelli illustrati sopra.

Facciamo riferimento al caso di un'impresa quotata con evidenti necessità di ricapitalizzazione: a prescindere dalle ragioni esistenti alla base, che possono essere di natura economica, trattandosi di progetti di investimento con elevata redditività, finanziaria, ad esempio impossibilità dei soci di provvedere all'aumento di capitale con risorse proprie, o strutturale, nella circostanza che l'impresa sia in fase di crisi e sia necessaria una ristrutturazione finanziaria, la possibilità di reperire capitali sul mercato finanziario con un maggior grado di facilità, rapidità e convenienza per mezzo dell'emissione di azioni a voto plurimo, consente all'impresa di attrarre nuovi soci in grado di apportare il denaro necessario in relazione ai suoi bisogni⁴¹⁰.

Il risultato di tutto questo consiste sicuramente, come nella situazione precedente, nella minore contendibilità della proprietà azionaria e nell'exasperazione dei problemi di agenzia; ma, al contempo, i soci di minoranza ne ricaverebbero benefici, in quanto il prezzo delle azioni sul mercato sarebbe destinato a crescere: l'operazione di ricapitalizzazione, interpretata in questo senso, sarebbe essenziale e perfettamente in linea con i meccanismi di funzionamento del mercato, e avrebbe l'effetto di incrementare il benessere sociale dei soggetti coinvolti in essa⁴¹¹.

Ciò dimostra che l'emissione di azioni a voto plurimo non produce esclusivamente conseguenze negative in ordine al governo dell'impresa e all'efficienza delle logiche di mercato, in quanto la scelta di ricorrere a siffatti strumenti partecipativi in determinati contesti economici e finanziari rappresenta la soluzione migliore ai problemi della società, che non è possibile ottenere con l'impiego di altre categorie azionarie, e che per tal via costituisce uno dei motivi fondamentali per cui la Commissione Europea ne raccomanda fortemente l'utilizzo⁴¹².

⁴¹⁰ Saggiocca M., *"Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto"*, cit., pp. 942-947.

⁴¹¹ Burkart M., Lee S., *"One Share-One Vote: The Theory"*, cit., pp. 1-49.

⁴¹² Massella Ducci Teri B., *"Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative"*, cit., p. 765.

3. Le misure a protezione dei soci di minoranza

3.1 L'atteggiamento del legislatore tra le modifiche alla normativa esistente e l'apertura verso il nuovo sistema

Accanto ai vantaggi, appena elencati, che l'emissione di azioni a voto multiplo arreca alle modalità di fare impresa e al benessere degli operatori del sistema economico e finanziario generale, abbiamo avuto modo di analizzare, altresì, i potenziali rischi che l'impiego di uno strumento così delicato per natura comporta, dai quali non si può prescindere in sede di valutazione della concreta fattibilità di ricapitalizzazioni societarie da realizzare mediante la creazione di tali strumenti partecipativi.

Tra questi, un aspetto che, a mio parere, riveste particolare interesse e che occupa una posizione centrale nel dibattito che in materia è scaturito, attirando inevitabilmente l'attenzione del legislatore, è rappresentato dalla tutela degli azionisti di minoranza della compagine sociale, i quali sono esposti alla sopportazione di una serie di rischi, associati in maniera diretta alle caratteristiche strutturali delle azioni a voto multiplo⁴¹³.

Come illustrato in varie parti della trattazione, appare chiaro che il pericolo maggiore per i soci minoritari è quello di vedere diminuito il valore del loro investimento finanziario in seguito alla riduzione del prezzo azionario dei titoli rappresentativi del capitale della società: i motivi alla base di tale circostanza possono essere associati alla minore contendibilità del controllo societario, alla percezione di esasperazione dei problemi di agenzia tra soci di maggioranza e soci di minoranza conseguenti alla concentrazione della proprietà azionaria, o, ancora, al meccanismo di valorizzazione e trasferimento di proprietà dei diritti di opzione non esercitati, in sede di aumento di capitale, in favore del socio controllante⁴¹⁴.

Alla luce di questa situazione, si è reso estremamente necessario provvedere a instaurare un regime regolamentare speciale a protezione dei soci di minoranza, con disposizioni opportunamente dedicate alla prevenzione dei casi di maggior gravità prospettati

⁴¹³ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., pp. 82-96.

⁴¹⁴ Spolidoro M. S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei"*, cit., 2014.

dall'introduzione del decreto Competitività e, altresì, alla risoluzione dei problemi esistenti alla data di emissione del suddetto provvedimento.

Tuttavia, a mio parere, il legislatore del decreto Competitività non si è mostrato particolarmente propenso all'adozione di misure dispositive nell'interesse degli azionisti minoritari, e il *set* di tutele introdotto non sembra all'altezza di garantire loro un adeguato livello di protezione⁴¹⁵.

Una serie di norme sul tema era rintracciabile all'interno del nostro ordinamento già molto tempo prima rispetto alla previsione delle azioni a voto multiplo nelle società di capitali: alcune di esse presentano carattere generale e possono essere identificate nell'obbligo imposto dal legislatore in riferimento alla necessità di procedere a modificare lo statuto societario con le maggioranze qualificate richieste per le assemblee straordinarie, alla luce degli artt. 2368 e 2369 c.c., e altresì nei diritti riconosciuti ai soci in occasione di determinati eventi caratterizzanti la vita societaria, come accade per il diritto di recesso assegnato ai soggetti che non acconsentono alle deliberazioni di modifiche statutarie inerenti la materia del diritto di voto, oppure il diritto di opzione esercitabile dagli azionisti in relazione alle azioni di nuova emissione conseguenti a operazioni di ricapitalizzazione; altre sono associate in maniera più diretta alla disciplina di protezione dei soci di minoranza, trattandosi di tutti quei poteri attribuiti dal legislatore a gruppi di soci che, anche in rappresentanza di quote del capitale sociale non particolarmente levate, li pongono nella condizione di tutelare la loro posizione nei confronti dei soci maggioritari, come, ad esempio, il diritto di richiedere la convocazione dell'assemblea, il diritto di chiedere il rinvio dell'assemblea, quello di impugnare le deliberazioni assembleari invalide e procedere all'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori della compagine sociale, il diritto di richiedere al collegio sindacale l'attuazione di processi investigativi sull'operato delle cariche gestionali o quello di rivolgersi al tribunale per la denuncia di atti compiuti nell'ambito dell'amministrazione societaria⁴¹⁶.

Il legislatore si è preoccupato di fare in modo che l'introduzione del voto multiplo non contribuisca a generare distorsioni all'interno del sistema pocanzi delineato, disponendo

⁴¹⁵ Busani A., Saggiocca M., *“Le azioni non si contano ma si “pesano”*: superato il principio *one share one vote* con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato”, cit., p. 1056.

⁴¹⁶ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *“Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo”*, cit., pp. 61-64.

che l'assegnazione del diritto di voto in quantità maggiorata rispetto alle azioni ordinarie venga adeguatamente computato nei meccanismi di calcolo dei *quorum* deliberativi e costitutivi delle assemblee generali e straordinarie, con l'obiettivo di non pregiudicare gli interessi delle minoranze. L'esercizio dei diritti da parte dei soci di minoranza è pertanto associato alla detenzione di determinate quote del capitale sociale, in modo assolutamente indipendente rispetto al numero di voti esercitabili in assemblea in rappresentanza di queste⁴¹⁷.

Nella stessa direzione sono orientati tutti gli altri provvedimenti che hanno accompagnato l'introduzione delle azioni a voto multiplo all'interno dell'ordinamento italiano e che abbiamo citato in varie occasioni nel corso della presente trattazione: facciamo riferimento, ad esempio, alle misure riguardanti la previsione di limiti massimi in relazione ai diritti di voto aggiuntivi che il possesso delle azioni a voto multiplo conferisce al loro possessore, sia nelle società di capitali chiuse che in quelle aperte, e del limite alla quantità di titoli così strutturati che è possibile emettere in relazione al capitale sociale, oltreché all'insieme di disposizioni inerenti la materia dell'offerta pubblica d'acquisto, tra cui particolare interesse suscitano la regola di neutralizzazione del voto multiplo in caso di offerta e la possibilità, concessa all'autonomia privata da parte del legislatore, di derogare ad essa, disponendo regole diverse nello statuto societario⁴¹⁸.

Per il resto, lascia perplessi che l'atteggiamento del legislatore è stato quello di incentivare l'impiego di azioni a voto multiplo all'interno delle società di capitali, e lo strumento per mezzo del quale tale proposito è stato attuato è quello dell'abbassamento dei *quorum* costitutivi e deliberativi: il regime di favore prevede che le assemblee straordinarie delle società di capitali, registrate alla data di emanazione del decreto Competitività, convocate per la deliberazione in merito a modifiche statutarie concernenti la materia del diritto di voto, fino alla data del 31 gennaio 2015, siano costituite con la presenza di un terzo del capitale sociale, e altresì che l'introduzione nello statuto di clausole che ammettono l'emissione di azioni a voto multiplo sia approvata con il voto favorevole della metà del capitale rappresentato in assemblea in prima convocazione (quando, in realtà, la disciplina codicistica prescrive l'approvazione da parte

⁴¹⁷ Saggiocca M., "Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto", cit., pp. 932-942.

⁴¹⁸ Lamandini M., "Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto", cit., 2014.

di almeno la metà del capitale sociale in prima convocazione per deliberazioni di tal genere), e con il voto favorevole della metà del capitale sociale, o di due terzi di quello presente in assemblea, in seconda convocazione⁴¹⁹.

Giova evidenziare che, a differenza di quanto accade per le azioni a voto multiplo ammesse nelle società chiuse, la disciplina degli strumenti a voto maggiorato stabilisce che nelle società aperte, l'approvazione assembleare della possibilità di emettere queste azioni non conferisce ai soci dissenzienti il diritto di esercitare il recesso in relazione alla loro partecipazione, alla luce del fatto che le azioni di fedeltà non costituiscono una categoria di strumenti finanziari che si aggiunge a quelle già esistenti e previste dal legislatore, bensì il voto maggiorato deve intendersi come una regola che sostituisce il principio di proporzionalità e per tal via esplica i suoi effetti in maniera uniforme nei confronti di tutti i soci, essendo un beneficio fruibile indipendentemente da ogni azionista, e non pregiudica gli interessi di alcuno né produce modifiche della struttura partecipativa esistente⁴²⁰.

⁴¹⁹ Sagiocca M., *“Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”*, cit., pp. 932-942.

⁴²⁰ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *“Le deviazioni dal principio un’azione-un voto e le azioni a voto multiplo”*, cit., pp. 61-64.

4. Corporate Governance e voto plurimo nelle società di capitali

4.1 Il ruolo degli investitori istituzionali in società con dual-class shares

Particolare attenzione merita, a mio avviso, il caso delle società che presentano strutture partecipative *dual-class*, improntate cioè sull'utilizzo di due diverse classi di strumenti azionari, rappresentati da azioni ordinarie e azioni a voto plurimo: la diffusione di questa pratica è notevole all'interno delle società che non fanno ricorso al mercato dei capitali, specie in Italia, in considerazione dei rilevanti benefici apportati al socio o al gruppo di soci di comando che, per mezzo dell'effetto leva sui diritti di voto prodotto dalle azioni a voto multiplo in loro possesso, riescono a governare l'impresa con un impegno finanziario ridotto⁴²¹.

Se, da un lato, la facoltà di impiegare azioni a voto plurimo, nelle modalità e nella misura previste dal legislatore per le società chiuse, pone l'impresa nelle condizioni di poter reperire risorse finanziarie con un maggior grado di facilità e speditezza, fornendo incentivi affinché i titoli azionari vengano ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, dall'altro lato è proprio il meccanismo della quotazione in borsa che presenta particolari criticità: nell'eventualità che una società con struttura partecipativa *dual-class* decida di rivolgersi al pubblico degli investitori finanziari per ottenere capitale tramite la vendita delle azioni rappresentative del proprio patrimonio, il prezzo di collocamento di tali azioni sarebbe inevitabilmente inferiore rispetto alla situazione in cui fossero presenti solo azioni ordinarie o, ancora, fossero immesse sul mercato anche le azioni a voto plurimo⁴²².

Questo effetto risulterebbe come diretta conseguenza dell'attuazione, da parte degli operatori di mercato, di un meccanismo di sconto nei confronti dei titoli in questione, che va a ricomprendere la totalità dei rischi associati ad una siffatta struttura azionaria, a

⁴²¹ Abriani N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto: prime considerazioni*, cit., p. 12.

⁴²² Grossman S. J., Hart O. D., "One share - one vote and the market for corporate control", in *Journal of Financial Economics*, 1988, vol. 175, pp. 175-202.

prescindere dal fatto che si tratti di azioni ordinarie di nuova emissione o di azioni ordinarie già esistenti e immesse sul mercato in occasione della quotazione⁴²³.

Le caratteristiche che vengono prese in considerazione dagli investitori, e che per tal via concorrono alla determinazione del prezzo delle azioni, coincidono con la riduzione del livello di contendibilità della proprietà azionaria sul mercato dei capitali prodotto dalle azioni a voto plurimo, in aggiunta alla maggior concentrazione del controllo societario che si verifica in capo ai soggetti detentori della quota maggioritaria. Il prezzo delle azioni riflette altresì la percezione di maggior rischiosità connessa all'exasperazione dei problemi di agenzia concernenti il rapporto tra soci di maggioranza e soci di minoranza, direttamente derivanti dalla particolare situazione partecipativa concretizzata dall'impiego di azioni a voto plurimo da parte dei soci di controllo⁴²⁴.

In questo modo, viene a delinarsi una situazione in cui i soci detentori della quota di controllo sono chiamati a sopportare la totalità dei costi associati all'implementazione di una struttura del capitale *dual-class* con impiego di azioni a voto plurimo, in quanto il minor grado di desiderabilità dello strumento azionario e il prezzo più basso dell'azione sul mercato aumentano le difficoltà, in termini pratici ed economici, per l'impresa di reperire il capitale necessario allo svolgimento della sua attività.

Gli elementi appena citati costituiscono chiaramente aspetti non propriamente favorevoli per i soci fondatori, o soci maggioritari, della società chiusa che si appresta a fare il suo ingresso nel mercato borsistico, e fanno da contrappeso ai numerosi vantaggi legati all'introduzione delle azioni a voto plurimo all'interno della società.

Alla luce di quanto appena detto, la scelta di procedere alla quotazione dei titoli societari si presenta come il risultato di un processo decisionale attuato tenendo in considerazione vantaggi e svantaggi che da ciò derivano: i soci maggioritari procederanno ad implementare una struttura partecipativa in grado di massimizzare il valore societario nel rispetto del vincolo rappresentato dalla necessità di mantenere saldo nelle proprie mani il controllo dell'attività, contemperando i benefici apportati dall'impiego delle azioni a voto

⁴²³ Gilson R. J., "Evaluating dual-class common stock: The relevance of substitutes", cit., pp. 807- 843.

⁴²⁴ Gomes A., "Going Public without Governance: Managerial Reputation Effects", in The Journal of Finance, 2000, vol. 55, pp. 615-646.

plurimo con gli svantaggi economici legati al minor prezzo dei titoli, in base all'importanza attribuita nello specifico ad ognuno di questi due obiettivi⁴²⁵.

La letteratura empirica dimostra che, generalmente, all'interno delle società chiuse si procede a delineare la struttura partecipativa in funzione del mantenimento del controllo, giungendo così, molto spesso, alla creazione di una categoria di azioni a voto multiplo, da affiancare alle azioni ordinarie che verranno immesse e negoziate sul mercato⁴²⁶.

Ed è proprio la possibilità di usufruire di strumenti adatti a tale scopo, messi a disposizione dei privati da parte del legislatore, che costituisce un incentivo alla quotazione della società: in assenza delle azioni a voto plurimo, fondamentali per eliminare alla radice il rischio di scalate ostili, soci e amministratori potrebbero orientare le proprie decisioni di finanziamento verso soluzioni non ottimali o meno desiderabili, con l'effetto di provocare un aumento dei costi finanziari e un decremento nel rendimento economico dell'attività d'impresa; in alcuni casi, le scelte societarie potrebbero altresì coincidere con l'implementazione di assetti partecipativi meno trasparenti, come accade con le strutture piramidali e con le partecipazioni incrociate, che producono decrementi ancora più marcati del benessere economico e sociale dell'impresa nello specifico e della collettività in generale⁴²⁷.

Dagli studi empirici emerge, inoltre, che l'impiego di azioni a voto plurimo presenta una serie ulteriore di effetti benefici, in termini di sana e prudente gestione orientata alla massimizzazione del valore societario. Un'opinione largamente condivisa in letteratura attribuisce agli strumenti di separazione tra proprietà e controllo, tra i quali troviamo in primo luogo le azioni a voto plurimo, il merito di riuscire a limitare gli ostacoli allo svolgimento dell'attività d'impresa, provenienti dall'operato da più soggetti⁴²⁸.

E' questo il caso, ad esempio, in cui l'effetto leva sui diritti di voto provocato dalle azioni a voto plurimo, producendo la concentrazione del controllo azionario in mano a pochi soci, riduce la consistenza dell'azione di disturbo esercitata dagli azionisti minoritari e aumenta

⁴²⁵ Bebchuk L., *A rent protection theory of corporate ownership and control*, cit., 1999.

⁴²⁶ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit., pp. 10-12.

⁴²⁷ Kahan M., *"Sales of corporate control"*, in *Journal of Law Economics and Organization*, 1993, vol. 9, pp. 368-379.

⁴²⁸ Burkart M., Gromb D., Panunzi F., *"Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm"*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1997, vol. 112, pp. 693-728.

le probabilità che validi progetti imprenditoriali trovino la via del successo, altrimenti impraticabile⁴²⁹.

L'impiego di azioni a voto plurimo potrebbe risultare molto vantaggioso anche nei progetti di *venture capitalism*, ossia in quelle situazioni in cui si assiste al finanziamento, da parte di alcuni fondi opportunamente costituiti, di idee imprenditoriali ad alto potenziale di sviluppo in settori caratterizzati da forte rischio e, per questo motivo, fuori dalla portata dei normali canali di finanziamento rappresentati da banche e altri intermediari finanziari. La tipica configurazione di questa struttura vede un soggetto nelle vesti di finanziatore, definito *venture capitalist*, fornire capitale di rischio all'interno di una società in cui il controllo è generalmente detenuto dai soci fondatori⁴³⁰.

La separazione della proprietà dal controllo potrebbe rappresentare, a mio parere, la soluzione ideale per risolvere problemi di interferenza del *venture capitalist* nell'attività d'impresa e di disinteresse nei confronti del benessere societario: lo scopo del soggetto finanziatore consiste nel conseguimento di un mero rendimento economico dell'investimento, perfettamente all'opposto rispetto a quanto voluto dai soci. Proprio per questa ragione, l'impiego di azioni a voto plurimo nell'ottica di realizzare la scissione tra diritti patrimoniali e diritti amministrativi, con l'affidamento di questi ultimi ai soci fondatori, permette di configurare una struttura partecipativa adatta a tal fine e in grado di perseguire gli obiettivi per cui l'impresa è stata costituita, in virtù della maggiore facilità con cui è possibile attrarre risorse finanziarie all'interno dell'impresa, conservando al contempo il potere decisionale in mano ai soggetti che presentano maggiori competenze in ambito gestionale⁴³¹.

⁴²⁹ Spolidoro M. S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei"*, cit., 2014.

⁴³⁰ Bebchuk L., *A rent protection theory of corporate ownership and control*, cit., 1999.

⁴³¹ Cestone G., *Venture Capital Meets Contract Theory: Risky Claims or Formal Control?*, ECGI Working Paper, 2013.

4.2 Considerazioni di Corporate Finance

A partire da qualche anno a questa parte, grande interesse è stato riservato alla materia del diritto di voto nelle società di capitali, nell'intenzione di giungere alla quantificazione del valore che un singolo diritto di voto riveste nell'ambito del quadro economico e sociale proprio dell'attività d'impresa⁴³². E' maturata la consapevolezza circa la fondamentale importanza che è necessario attribuire ai provvedimenti legislativi che modellano la disciplina in parola: ogni modificazione ad essa apportata, coincidente ad esempio con l'ammissione di una categoria azionaria o con il divieto di emettere particolari strumenti finanziari, comporta conseguenze dirette in termini di redistribuzione della ricchezza finanziaria tra le diverse classi di azionisti esistenti all'interno della società⁴³³.

Alla luce di quanto appena illustrato è possibile comprendere appieno la delicatezza del processo regolamentare in tema di diritti di voto messo in atto dal legislatore, e la grande attenzione che manager e azionisti dedicano alla costruzione della struttura partecipativa della società, cercando di ottenere la soluzione ideale attraverso l'utilizzo combinato degli strumenti azionari messi a disposizione dall'ordinamento nazionale⁴³⁴.

Il tema è stato affrontato sotto vari punti di vista, dei quali viene fornita adeguata illustrazione nei paragrafi immediatamente successivi al presente.

⁴³² Per una trattazione approfondita della materia, si veda Bigelli M., Croci E., *"Dividend privileges and the value of voting rights: Evidence from Italy"*, in *Journal of Empirical Finance*, 2013, vol. 24, pp. 94-107.

⁴³³ E' possibile trovare un'illustrazione dettagliata di quanto accade in Italia a tal riguardo in Bigelli M., Mehrotra V., Raghavendra Rau P., *"Why are shareholders not paid to give up their voting privileges? Unique evidence from Italy"*, cit., pp. 1619-1635.

⁴³⁴ Lamandini M., *"Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto"*, cit., 2014.

4.2.1 Il comportamento degli operatori del mercato finanziario

La letteratura empirica si è concentrata anche su altri aspetti dello stesso argomento, e uno di questi è rappresentato dallo studio delle variazioni del prezzo delle azioni in funzione della struttura partecipativa. Come già esposto in precedenza, la maggior evidenza risultante dalle indagini mostra come le azioni di società con *dual-class shares* siano scambiate sul mercato a prezzi che ne riflettono un valore scontato dagli operatori in considerazione di una serie di elementi, quali la percezione di maggior rischio, i problemi di agenzia e così via⁴³⁵.

Questa tendenza, fortemente radicata nel comportamento degli operatori del mercato finanziario, appare come un retaggio dell'atteggiamento di ostilità manifestato dagli investitori istituzionali nei confronti delle società con meccanismi di separazione della proprietà dal controllo ed è, oggi, totalmente ingiustificata: non esistono prove a favore del fatto che l'utilizzo di azioni a voto plurimo accanto ad azioni ordinarie, al fine di rafforzare il controllo del governo societario, costituisca un incentivo per i soci maggioritari affinché procedano all'estrazione di benefici privati dal controllo, né sia associata a minore trasparenza degli assetti proprietari della società o alla maggiore difficoltà con cui l'impresa perviene al raggiungimento dei propri obiettivi economici⁴³⁶.

Siamo di fronte ad uno dei numerosi casi in cui l'esistenza di una distorsione dal punto di vista comportamentale, attuata in epoca passata, più precisamente durante l'ultimo decennio del secolo scorso, da soggetti operanti sul mercato finanziario altamente qualificati e che godevano di grande reputazione, produce l'effetto di accrescere nel tempo la dimensione e la diffusione dell'errore commesso attraverso la riproduzione della distorsione nel comportamento del grande pubblico degli investitori che ad essi fa affidamento in quanto maggiormente competenti e in possesso di grandi quantità di informazioni⁴³⁷.

⁴³⁵ Holmen M., *Foreign Investors and Dual Class Shares*, Working Paper, 2011.

⁴³⁶ Braggion F., Giannetti M., *At the Origins of the Non-Voting Shares' Discount: Investor Preferences vs. Fundamentals*, Working Paper, 2012.

⁴³⁷ Saggiocca M., "Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto", cit., pp. 932-942.

Come mostrato in precedenza, l'impiego di azioni a voto plurimo presenta un gran numero di effetti benefici sulla struttura partecipativa e sullo svolgimento dell'attività d'impresa, a discapito di quanto emerge dalle indagini circa le convinzioni, più o meno radicate, presenti nella mente degli investitori⁴³⁸.

4.2.2 *Gli effetti di sistemi alternativi al principio di proporzionalità*

Di difficile soluzione appare invece il dibattito sulla questione dell'effettiva generazione di valore, nell'ottica del socio, realizzata dalla creazione ed utilizzo di strumenti partecipativi in alternativa al principio di proporzionalità, con particolare riferimento a quelli che producono un effetto leva dei diritti di voto esercitati in assemblea, come le azioni a voto multiplo, e dalla predisposizione di meccanismi atti a prevenire scalate societarie ostili.

La letteratura teorica non sembra presentare orientamenti che godono di unanime condivisione e gli studi empirici mostrano evidenze contrastanti, in quanto da alcune ricerche risulta chiaramente una diminuzione del valore societario⁴³⁹, mentre altre indagini mostrano come l'utilizzo di strumenti di separazione della proprietà dal controllo produca l'effetto di massimizzare il valore societario⁴⁴⁰.

Si può concludere dicendo che una siffatta analisi, sebbene abbracci l'ambito soggettivo del benessere sociale inteso nella prospettiva del singolo azionista, e dunque si pretenda di condurla con gli strumenti della microeconomia, debba essere estesa alla considerazione di argomenti tipici della macroeconomia, finora completamente esclusi da essa, come ad esempio la possibilità che un aumento di capitale con emissione di azioni a voto multiplo da assegnare in opzione ai soci dia luogo alla creazione di valore associata al

⁴³⁸ Lamandini M., *"Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto"*, cit., 2014.

⁴³⁹ Gompers P., Ishii J., Metrick A., *"Extreme Governance: An Analysis of Dual Class Firms in the United States"*, in *Review of Financial Studies*, 2010, p. 1051.

⁴⁴⁰ Jordan B. D., Liu M. H., Wu Q., *"Corporate payout policy in dual class firms"*, in *Journal of Corporate Finance*, 2014, pp. 1-19;

diritto di voto, che il socio titolare può decidere di esercitare oppure di vendere al titolare della quota maggioritaria⁴⁴¹.

4.2.3 *Il voto multiplo e la quotazione in borsa: evidenze dalle indagini*

Dall'esperienza statunitense, illustrata in precedenza in quest'opera, è possibile trarre un ulteriore ambito di riflessione in tema di rapporto tra *Corporate Governance* e struttura partecipativa delle società di capitali: alcuni recenti episodi di quotazione mostrano una stretta correlazione esistente tra le società del settore *high-tech* e la tendenza all'utilizzo di azioni a voto plurimo⁴⁴².

Le società in parola ricorrono al meccanismo della quotazione in borsa dopo aver improntato la propria struttura partecipativa al rispetto di metodi che derogano parzialmente al principio di proporzionalità, giungendo al contemporaneo utilizzo di azioni ordinarie e azioni a voto multiplo. L'ammissione alla negoziazione sul mercato dei capitali vede protagoniste soltanto le azioni a voto ordinarie, mentre le azioni a voto multiplo restano in possesso dei soci fondatori oppure dei soggetti istituzionali che detengono il pacchetto azionario di controllo⁴⁴³.

Queste situazioni testimoniano in maniera chiara la grande importanza rivestita dall'istituto del voto multiplo per imprese ad alto potenziale e bisognose di risorse finanziarie: in primo luogo, concede loro la possibilità di rivolgersi al mercato degli investitori per reperire il capitale di cui necessitano per alimentare la crescita del loro *business*⁴⁴⁴; in secondo luogo, permette agli azionisti di conservare il controllo del governo azionario nelle proprie mani, che ha da sempre rappresentato la condizione indispensabile ai fini della quotazione, con un investimento meno che proporzionale, in conseguenza del quale diviene concretamente possibile anche attuare operazioni di

⁴⁴¹ Choper J. H., Coffee J. C., Gilson R. J., *Cases and Materials on Corporations*, cit., p. 583.

⁴⁴² Chemmanur T. J., Jiao Y., *"Dual class IPOs: A theoretical analysis"*, cit., pp. 305-319.

⁴⁴³ Saggiocca M., *"Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto"*, cit., pp. 942-947.

⁴⁴⁴ Pomelli A., *"Strategie normative efficienti per il trasferimento della proprietà di società per azioni quotate"*, cit., 2014.

diversificazione del portafoglio di investimenti, con incrementi di redditività e riduzioni del rischio d'impresa⁴⁴⁵.

Quella appena citata costituisce soltanto l'ultima manifestazione di una tendenza molto diffusa nella storia delle legislazioni nazionali che ammettono la forma associativa delle società di capitali. La quotazione delle azioni ordinarie ed il possesso di quelle a voto multiplo, per di più subordinate a vincoli di trasferimento della proprietà o a obblighi di conversione in azioni ordinarie in occasione di cessione o donazione, totale o parziale, ha da sempre rappresentato il modo più diretto per mantenere in capo ai soci fondatori, o a quelli che presentano maggiori competenze in vista della gestione dell'organismo, la titolarità del controllo societario in rapporto ad un investimento meno che proporzionale, rendendo al contempo possibile ampliare le modalità di raccolta delle risorse finanziarie sul mercato⁴⁴⁶.

In quest'ottica deve essere interpretata la decisione del legislatore italiano di consentire l'emissione di azioni a voto plurimo alle società di capitali chiuse e la conseguente possibilità di mantenere in vita tali azioni anche in sede di successiva quotazione sul mercato dei capitali⁴⁴⁷.

Le azioni di fedeltà a voto maggiorato producono sostanzialmente gli stessi effetti delle azioni a voto plurimo emettibili dalle società chiuse, ma in maniera meno drastica e con la necessaria predisposizione di una serie di cautele, che possono essere identificate con l'implementazione di opportune politiche di assegnazione delle azioni a un numero ristretto di soggetti in base a determinati requisiti, in modo da costruire una struttura partecipativa perfettamente rispondente agli interessi dei soci fondatori, o presenti fino a quel momento all'interno della società, e decisamente orientata al perseguimento del benessere societario⁴⁴⁸. Questi accorgimenti sono richiesti al fine di compensare l'effetto tipico prodotto dalle azioni di fedeltà a voto maggiorato, che rappresenta al contempo ciò che le differenzia dalle azioni a voto plurimo, consistente nell'attribuzione indifferenziata del privilegio del voto maggiorato all'insieme di soci che conservano il possesso azionario per un periodo prolungato, in considerazione di quanto stabilito dal legislatore e,

⁴⁴⁵ Goshen V. Z., Hamdani A., *Concentrated Ownership Revisited: The Idiosyncratic Value of Corporate Control*, cit., 2013.

⁴⁴⁶ Chemmanur T. J., Jiao Y., *"Dual class IPOs: A theoretical analysis"*, cit., pp. 305-319.

⁴⁴⁷ Lamandini M., *"Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto"*, cit., 2014.

⁴⁴⁸ Pomelli A., *"Strategie normative efficienti per il trasferimento della proprietà di società per azioni quotate"*, cit., 2014.

successivamente, nello statuto societario, senza che venga operata distinzione alcuna tra soci detentori di determinate categorie azionarie o soci in possesso di requisiti prestabiliti⁴⁴⁹.

In questo modo, diviene possibile ridurre la distanza che sembra esistere tra le azioni a voto plurimo e le *loyalty shares*, maturata anche in seguito alla diversa natura della disciplina definita dal legislatore con riguardo all'utilizzo di questi due strumenti partecipativi⁴⁵⁰.

⁴⁴⁹ Sagiocca M., *“Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”*, cit., pp. 942-947.

⁴⁵⁰ Lamandini M., *“Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto”*, cit., 2014.

5. Il parere della giurisprudenza

5.1 Valutazione dell'opera del legislatore e attese sul futuro lavoro da svolgere

Le disposizioni introdotte dal legislatore con il decreto Competitività, nell'estate del 2014, sono state precedute da intensi dibattiti sorti all'interno degli ambienti giuridici con riferimento ad una serie di temi caratterizzati da grande interesse; allo stesso modo, in seguito alla modifica della normativa, i maggiori esponenti in materia non hanno esitato ad esprimere il loro parere in merito al lavoro svolto dal legislatore, non lesinando critiche né opinioni circa i miglioramenti che è necessario apportare all'impianto regolamentare, nell'ottica dell'ulteriore perfezionamento della disciplina del diritto di voto nelle società di capitali⁴⁵¹.

Il primo aspetto su cui si è concentrata l'attenzione dei giuristi riguarda l'assenza della predisposizione di un adeguato impianto normativo a tutela dei soci di minoranza. Sebbene il legislatore del decreto Competitività abbia provveduto a novellare una serie di disposizioni precedentemente esistenti, e a introdurne di nuove, la sua opera si è limitata ad un mero adeguamento del *corpus* regolamentare ai provvedimenti emanati nell'estate del 2014, lasciando sostanzialmente inalterata la disciplina a protezione dei soci minoritari, che non ha contemplato l'introduzione di misure *ad hoc*, predisposte appositamente a tale scopo⁴⁵².

Ampiamente diffusa in giurisprudenza è l'idea che l'ammissione della possibilità di prevedere l'impiego di azioni a voto plurimo nelle società di capitali dovesse essere necessariamente accompagnata da un sistema di limiti all'esercizio del diritto di voto in assemblea, in occasione della discussione e deliberazione in merito a tutte quelle materie per le quali sono previste le maggioranze qualificate, in base alle disposizioni del codice civile; un aspetto favorevole nell'ottica dei soci di minoranza potrebbe essere rappresentato dall'obbligo di giustificare la creazione di azioni a voto multiplo,

⁴⁵¹ Saggiocca M., "Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto", cit., pp. 947 ss.

⁴⁵² Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., "Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo", cit., pp. 61 ss.

accompagnato dalla necessità di convertire queste azioni in azioni ordinarie nel momento in cui tale condizione venga meno o nel momento in cui l'obiettivo della condizione venga raggiunto⁴⁵³.

In aggiunta a ciò, un tema che non ha ottenuto riscontro favorevole in giurisprudenza è costituito dalla disciplina dell'aumento di capitale da realizzare con azioni a voto multiplo, così come predisposta dal legislatore in seguito al decreto Competitività: gli esperti non condividono la previsione in base alla quale è possibile delegare la decisione di aumento del capitale sociale con azioni a voto multiplo all'organo amministrativo, in quanto la sottrazione di un tema così rilevante alla competenza dell'assemblea dei soci potrebbe costituire grave pregiudizio alla sfera di interessi propria degli azionisti di minoranza⁴⁵⁴.

Inoltre, sarebbe stato opportuno che il legislatore avesse prescritto l'obbligo di accompagnare un aumento di capitale sociale realizzato con azioni a voto multiplo con uno degli strumenti posti a protezione dei soci di minoranza, tra quelli enunciati dall'art. 2441 c.c., comma sesto: nella particolare fattispecie in cui viene escluso il diritto di opzione esercitabile dai soci, grande valore potrebbe essere rivestito da strumenti quali la relazione degli amministratori, da cui devono risultare le ragioni dell'esclusione o della limitazione, e che deve essere comunicata al collegio sindacale o al consiglio di sorveglianza e al soggetto incaricato della revisione legale dei conti almeno trenta giorni prima di quello fissato per l'assemblea; accanto ad essa, un'altra misura di garanzia potrebbe essere costituita dal parere del collegio sindacale circa la congruità del prezzo di emissione delle azioni, da esprimere entro un periodo di quindici giorni a partire dall'assemblea in cui l'aumento di capitale sociale viene deliberato; in alcuni casi, come prescrive il medesimo comma, è disposta anche la relazione giurata dell'esperto designato dal Tribunale, che, allo stesso modo rispetto agli atti sopra enunciati, deve restare depositata nella sede della società durante i quindici giorni che precedono l'assemblea e fino a quando questa non abbia deliberato, affinché i soci possano prenderne visione⁴⁵⁵.

⁴⁵³ 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”, cit., p. 1060.

⁴⁵⁴ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *“Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo”*, cit., pp. 61 ss.

⁴⁵⁵ Sagliocca M., *“Il definitivo tramonto del principio “un'azione, un voto”*: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”, cit., pp. 947 ss.

Per quanto riguarda il diritto di opzione, un altro aspetto che ha suscitato perplessità e che ha fornito spunto per la produzione di numerosi orientamenti in giurisprudenza è rappresentato dalle modalità con cui è possibile esercitarlo all'interno di una società con struttura partecipativa basata sul rispetto di metodi alternativi al principio di proporzionalità. L'emissione di azioni in sede di aumento del capitale sociale e successiva attribuzione ai soci, in virtù dell'esercizio del diritto di opzione, pone un problema di compatibilità delle nuove azioni con quelle già in possesso degli azionisti: in giurisprudenza l'opinione maggiormente condivisa propone di emulare il modello francese delle *loyalty shares* che prevede l'assegnazione di azioni speciali, ad esempio a voto multiplo, ai titolari di azioni speciali, e corrispondente assegnazione di azioni ordinarie ai detentori di questo tipo di azioni al momento dell'operazione di ricapitalizzazione⁴⁵⁶.

Il continuo ed eccessivo incremento del numero di voti in capo ad alcune categorie di soci potrebbe essere evitato o temperato per mezzo dell'introduzione di apposite clausole nello statuto societario, che abbiano il compito di prevedere tetti statutari all'esercizio del diritto di voto in assemblea, in riferimento alla totalità degli argomenti affrontati in quella sede o soltanto a parte di essi⁴⁵⁷.

La giurisprudenza ha poi insistito anche sulla mancata previsione di un meccanismo di garanzia del processo decisionale che conduce a deliberare in direzione di un aumento di capitale sociale per mezzo di azioni a voto multiplo. L'assegnazione del potere di invalidare la delibera in parola ad un gruppo di soci rappresentativo, a titolo di esempio, di una quantità del capitale sociale pari almeno a un quinto del totale, potrebbe fungere da vera e propria autorizzazione per la realizzazione dell'operazione, conferendo in tal modo un'importanza di primario rilievo al parere delle minoranze azionarie, oltreché rappresentare il metodo per mezzo del quale realizzare un'opera di selezione delle operazioni di ricapitalizzazione efficienti, a scapito di quelle considerate non in linea con i meccanismi di funzionamento del mercato, con il risultato di ottenere la massimizzazione

⁴⁵⁶ Busani A., Saggiocca M., "Le azioni non si contano ma si "pesano": superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato", cit., p. 1060.

⁴⁵⁷ Lamandini M., "Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto", cit., 2014.

del valore societario e l'aumento generalizzato del benessere sociale del sistema nel complesso⁴⁵⁸.

Come già affermato in precedenza in questa trattazione, non è mancato chi ha sottolineato l'importanza delle modifiche introdotte dal decreto Competitività, nel senso che l'impiego di azioni a voto plurimo all'interno delle società di capitali conferisce il potere di eleggere gli organi amministrativi dell'attività d'impresa a soggetti che sono in possesso di quote partecipative inferiori alla metà del capitale sociale, scenario completamente inammissibile fino a poco tempo fa. L'ambito di interesse è stato traslato in maniera netta e decisiva dalla valutazione dell'entità della partecipazione nel capitale della società facente capo al socio alla considerazione esclusiva del numero di voti che un soggetto è abilitato a esercitare in sede di assemblea generale o straordinaria⁴⁵⁹.

Uno dei problemi derivanti dall'implementazione di tale sistema riguarda il grado di trasparenza direttamente associato all'assetto partecipativo dell'attività d'impresa, con conseguenze sul comportamento degli investitori sul mercato dei capitali⁴⁶⁰.

La soluzione individuata in giurisprudenza è quella di rafforzare il sistema informativo approntato già in precedenza dal legislatore e avente lo scopo di tutelare, oltre che i soci di minoranza, proprio gli investitori che entrano in contatto con gli strumenti partecipativi delle società: in quest'ottica, alcune misure proposte al legislatore possono essere identificate nella produzione di un maggior numero di relazioni informative sulla struttura partecipativa rivolte ai consumatori, aggiornate ad esempio con frequenza mensile, che si aggiungono a quella annuale prevista dalla disciplina societaria, da divulgare in modo obbligatorio anche attraverso il canale telematico rappresentato dal sito internet della società; di fondamentale importanza potrebbe rivelarsi, altresì, l'obbligo di comunicazione all'Autorità di controllo del mercato delle variazioni che intervengono nel capitale della società ogniqualvolta si registri il superamento di una soglia rilevante, il cui importo deve essere fissato in corrispondenza di valori chiave, come potrebbe essere per quantitativi pari a un ventesimo del capitale sociale⁴⁶¹.

⁴⁵⁸ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, cit., pp. 61 ss.

⁴⁵⁹ Spolidoro M. S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei"*, cit., 2014.

⁴⁶⁰ Lamandini M., *"Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto"*, cit., 2014.

⁴⁶¹ Saggiocca M., *"Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto"*, cit., pp. 947 ss.

Conclusioni

L'emanazione, oltremodo recente, del *decreto Competitività*, non permette di svolgere un'analisi approfondita in merito all'utilizzo di azioni a voto plurimo da parte delle società di capitali italiane, essendo troppo grande il rischio che la totale assenza di adeguate evidenze empiriche finisca col condurre alla formulazione di considerazioni fuorvianti al riguardo.

Ciò non impedisce di riportare l'atteggiamento di grande favore con cui è stato accolto il provvedimento negli ambienti capitalistici italiani, in base del quale è lecito supporre che l'impiego di azioni a voto multiplo conoscerà particolare diffusione già nell'immediato futuro. Sulla scorta delle esperienze maturate in alcuni dei maggiori Paesi della scena europea e internazionale, e, soprattutto, alla luce delle numerose raccomandazioni formulate dalla Commissione Europea in direzione del miglioramento e dell'uniformazione della regolamentazione finanziaria, il legislatore nazionale ha ritenuto opportuno intervenire per aggiornare la disciplina del diritto di voto e dotare le società italiane di ulteriore strumento tramite cui effettuare la raccolta di risorse finanziarie sul mercato.

Trovano, in tal modo, accoglimento le istanze di rinnovamento provenienti da larga parte del ceto imprenditoriale, da sempre molto interessato alla prospettiva di consistenti vantaggi sul piano economico da ottenere per mezzo di strutture proprietarie costruite sulla base di metodi non proporzionali.

Allo stesso tempo, è necessario segnalare come il ricorso all'istituto del voto plurimo non abbia riscontrato generale consenso in ambito letterario. I risultati che emergono da alcuni studi condotti in periodi molto recenti evidenziano la chiara inadeguatezza dei sistemi non proporzionali ad affrontare una serie di situazioni problematiche esistenti sul mercato dei capitali, per la risoluzione delle quali i legislatori nazionali, tra cui quello italiano, hanno fatto prontamente ricorso all'istituto del voto plurimo.

Facciamo riferimento alle numerose indicazioni formulate in tema di condotta degli investitori operanti sul mercato dei capitali nei confronti di società emittenti strumenti finanziari: sebbene il quadro regolamentare in materia di investimenti finanziari sia

costruito sul presupposto che gli operatori di mercato effettuino i propri investimenti con l'obiettivo di dedicarsi in maniera attiva al governo dell'organismo sociale, nel rispetto del principio della sana e prudente gestione, e nell'ottica di procedere ad un'attenta opera di *monitoring* circa l'attività degli amministratori, l'evidenza empirica dimostra l'esistenza di una realtà economica completamente differente da quella appena delineata.

Il contesto dei mercati finanziari è dominato da investitori totalmente disinteressati alle dinamiche societarie e all'esercizio del diritto di voto in assemblea; la maggior parte di essi presenta un atteggiamento fortemente passivo in tal senso, alla cui base è possibile individuare un marcato orientamento al conseguimento di profitti di breve termine, realizzati in un'ottica puramente speculativa.

Tale tendenza si rintraccia chiaramente anche nella *ratio* delle scelte normative operate dal legislatore italiano nel corso del processo evolutivo che ha portato alla formazione dell'odierno assetto regolamentare, soprattutto in considerazione della grande influenza esercitata dalla progressiva affermazione della logica di mercato negli ultimi decenni del ventesimo secolo.

Le maggiori manifestazioni a riguardo sono rappresentate dalla *legge n. 216 del 7 giugno 1974*, tramite cui fu introdotta per la prima volta in Italia la categoria delle azioni di risparmio, con l'obiettivo di favorire l'investimento nei grandi complessi azionari del Paese per quella classe di soggetti attenti soltanto al rendimento economico del loro investimento, e da tutti i successivi provvedimenti intervenuti ad ampliare le possibilità di raccolta del capitale per mezzo di strumenti partecipativi alternativi all'azione ordinaria.

Alla luce di quanto appena illustrato, risulta possibile interpretare le ragioni sottostanti il graduale processo di differenziazione che si è affermato in dottrina con riferimento all'insieme di soggetti appartenenti alla compagine sociale, di cui sono espressione le figure dell'azionista risparmiatore, dell'azionista investitore, dell'azionista speculatore e dell'azionista investitore istituzionale.

Uno degli aspetti maggiormente correlati a tale situazione è rappresentato dalla generale indifferenza manifestata dagli investitori istituzionali nei confronti di questioni di *Corporate Governance*, cui gli stessi sembrano riservare un grado di attenzione e di interesse sensibilmente più basso rispetto a quanto prospettato in passato.

Lo studio approfondito dei meccanismi di funzionamento alla base del sistema di mercato permette di rintracciare la soluzione alle problematiche pocanzi evidenziate in una decisa

quanto necessaria inversione di rotta nell'operato del legislatore, attraverso una visione che rivoluziona totalmente la concezione e le modalità di attuazione dei compiti fondamentali di sostegno allo sviluppo economico cui lo stesso è preposto.

Sebbene, infatti, l'evoluzione intercorsa nei mercati finanziari a seguito della globalizzazione economica proceda nella direzione di una marcata liberalizzazione delle modalità di fare impresa, adeguatamente sostenuta da una parallela innovazione degli ordinamenti legislativi, è possibile affermare che il grande ampliamento registrato nelle dimensioni degli spazi propri dell'autonomia statutaria produce effetti sostanzialmente positivi ma caratterizzati dall'assenza dei tratti tipici della necessità.

L'aumento della gamma di sistemi con cui le società procedono a implementare la propria struttura partecipativa, accompagnata dalla possibilità di reperire risorse sul mercato dei capitali tramite un numero elevato di strumenti finanziari, producono notevoli effetti in termini di redistribuzione delle risorse economiche e riallocazione dei benefici sociali che non mutano la sostanza dei fatti: la possibilità di realizzare un'operazione di quotazione azionaria utilizzando azioni senza diritto di voto o azioni a voto plurimo genera un'evidente sovrapposizione nelle sfere di pertinenza dei due strumenti finanziari.

L'effetto di produrre una marcata separazione tra la proprietà del capitale sociale e l'ambito del controllo societario avrà in ogni caso immediati riflessi sul valore del prezzo azionario, tenendo ovviamente in adeguata considerazione le varie modalità e gli strumenti con cui essa viene realizzata caso per caso.

L'esistenza di strumenti azionari preposti al conseguimento dei medesimi obiettivi per i quali è stato introdotto il voto plurimo, fa in modo che le azioni a voto plurimo non siano realmente in grado di produrre gli effetti sperati, considerato anche che la possibilità di scegliere tra una vasta gamma di strumenti non implica il necessario ricorso a tutte le tipologie.

Sembra opportuno, dunque, procedere ad una completa rimodulazione delle forme operative attraverso cui si esplica l'intervento del legislatore, nell'ottica di delineare un contesto economico-finanziario basato su criteri di autoregolamentazione e autodisciplina all'interno del quale siano presenti soggetti pienamente consapevoli degli effetti pratici derivanti dalle loro scelte di investimento.

Le ragioni che hanno portato all'introduzione del voto plurimo, individuate nella necessità di favorire indirizzi stabili di gestione e di estendere l'orizzonte temporale di investimento

degli operatori di mercato, devono essere inquadrare all'interno di un disegno regolamentare più ampio, contraddistinto da una struttura della legislazione a carattere fortemente prudenziale di stampo macroeconomico, capace di agire su diversi aspetti dell'operatività finanziaria tradizionale.

La previsione di regole comportamentali ben definite in ordine all'operato degli amministratori societari e degli investitori finanziari, in termini di doveri di diligenza e di correttezza nella gestione del rapporto di agenzia tra *manager* e soci, richiede la diffusione e l'implementazione di schemi organizzativi e operativi che fungano da principi base cui improntare l'attività delle società di capitali e degli intermediari finanziari e che siano in grado di alimentare un circolo virtuoso per quanto riguarda l'interesse degli operatori nei confronti di questioni cruciali di *Corporate Governance* e delle dinamiche interne attinenti la gestione dell'organismo sociale.

Il ruolo delle Autorità nazionali e internazionali deve essere orientato alla estrapolazione e valorizzazione della componente motivazionale insita nelle scelte di investimento dei soggetti attivi sul mercato finanziario, attraverso la fissazione di regole che mirino ad esaltare l'essenziale *funzione di utilità sociale* propria dell'operatività finanziaria, al contempo favorendo l'adozione di modelli comportamentali da cui siano assenti gli aspetti tipici delle situazioni di conflitto di interesse.

Nella pratica, i suddetti obiettivi potrebbero essere raggiunti tramite l'adozione di provvedimenti opportunamente concepiti per diminuire la mole e l'intensità degli incentivi in favore di una larga diversificazione del portafoglio titoli, in modo da favorire naturalmente un maggior grado di attenzione all'andamento della gestione societaria. Ciò implica, di conseguenza, la necessità di bilanciare in altro modo la perdita dei benefici registrati in seguito alla mancata diversificazione, tenendo opportunamente conto dell'aumento del grado di rischio ad essa associato.

Dagli ambienti letterari di livello europeo ed internazionale, inoltre, sembrano pervenire numerose istanze al rafforzamento e incoraggiamento dell'investimento di capitale in ottica domestica, con lo scopo di bloccare il flusso di capitale che, da qualche anno a questa parte, procede nella direzione di una pericolosa fuoriuscita dai confini europei.

Il fenomeno in parola trova le sue radici nell'esistenza di una grande molteplicità di profittevoli occasioni di investimento in Paesi emergenti, caratterizzati, appunto, da una fase di prorompente sviluppo economico da cui derivano tassi di investimento

particolarmente elevati. Ciò produce l'effetto di ridurre la liquidità dei mercati finanziari europei e le possibilità di investimento per le imprese comunitarie, con ovvi riflessi sul piano della crescita economica, per tal via nettamente indebolita e rallentata.

Ed è anche alla luce di questi aspetti che va interpretata la necessità di implementare un quadro normativo completamente nuovo, con l'obiettivo di fissare *standard* prudenziali in grado di preservare la stabilità del mercato europeo, evitando che la fuga di capitali si risolva nella stagnazione del sistema economico comunitario e nella continua riduzione delle opportunità di investimento.

La soluzione alle problematiche evidenziate non certamente può prescindere dall'adozione di opportune regole di condotta cui gli operatori del mercato devono improntare il loro *agere*, e dalla ridefinizione del sistema di vigilanza nazionale ed europeo.

L'atteggiamento di *favor* mostrato dal legislatore nei confronti di una sempre maggiore libertà di autoregolamentazione dei soggetti del mercato deve essere accompagnata dalla previsione di norme orientate a favorire forme di investimento socialmente responsabile, nella convinzione che soltanto una maggiore consapevolezza degli investitori circa gli effetti delle loro scelte sulle dinamiche societarie e, altresì, circa l'importanza di una logica di mercato fondata sul perseguimento di obiettivi di lungo termine, sia in grado di condurre ad un sistema economico caratterizzato da reale stabilità. Obiettivi, questi, che sono difficilmente conseguibili per mezzo della sola introduzione del voto plurimo e della possibilità di usufruire di un maggior grado di separazione tra proprietà e controllo, che sembrano piuttosto orientati ad agire nella direzione diametralmente opposta rispetto a quanto desiderato.

Bibliografia

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

Abriani N., *Commento all'art. 2351*, in Cottino G. (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004.

Abriani N., *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in Rivista di Diritto commerciale, vol. I, 2002.

Abriani N., *Le società per azioni e gli strumenti finanziari*, in Abriani N., Ambrosini S., Cagnasso O.,

Adams R., Ferreira D., *"One share-one vote: the empirical evidence"*, in Review of Finance, vol. 12, 2008.

Adenas M., Wooldridge F., *"European Comparative Company Law"*, Cambridge, 2009.

Alpa G., Capriglione F., *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, CEDAM, 1998.

Alpaslan C.M., Green S.E., Mitroff I.I., *"Corporate Governance in the context of Crises: Toward a Stakeholders Theory of Crisis Management"*, Journal of Contingencies and Crisis Management, vol. 17, 2009.

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

Alvaro S., Lupini B., *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, Quaderni Giuridici della Consob, vol. 3, 2013.

Angelici C., *La circolazione della partecipazione azionaria*, in Colombo G. E. e Portale G. B. (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. 2, 1991.

Angelici C., *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, Giuffrè, Milano, 2006.

Angelici C., *Le azioni*, in Schlesinger P. (diretto da), *Il codice civile. Commentario*, Giuffrè, Milano, 1992.

Angelillis A., Vitali M. L., *Articolo 2351*, in Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Giuffrè, Milano, 2008.

Angelillis A., Vitali M. L., Notari M., *Azioni, artt. 2346-2362*, in Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Giuffrè, Milano, 2008.

Armour J., Jacobs J. B., Milhaupt C. J., *"The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework"*, Harvard International Law Journal, n. 52, 2011.

Atlante N., Stella Richter M., *"Il recepimento in Italia della direttiva sui diritti degli azionisti e le modificazioni statutarie conseguenti"*, *Studio n. 62/2010/I*, in Studi e materiali del Consiglio nazionale del notariato, 2010.

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

Banerjee S., Masulis R., *Ownership, Investment and Governance: The Costs and benefits of Dual Class Shares*, ECGI Finance Working Paper, 2013.

Baysinger B.D., Butler H.N., *"Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition"*, Journal of Law, Economics and Organization, vol. 1, 1985.

Bebchuk L., *"Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control"*, in Quarterly Journal of Economics, 1994.

Bebchuk L., *A rent protection theory of corporate ownership and control*, Harvard Law and Economics discussion paper, n. 60, 1999.

Bebchuk L., Kraakman R., Triantis G., *Stock Pyramids, cross-ownerships, and the dual class equity: the creation and agency costs of separating control from cash flow rights*, R.K. Morck (ed.), Concentrated Corporate Ownership, NBER Conference Report Series, Chicago and London, 2002.

Bigelli M., Croci E., *"Dividend privileges and the value of voting rights: Evidence from Italy"*, in Journal of Empirical Finance, vol. 24, 2013.

Bigelli M., *Le azioni di risparmio. Un'analisi economica e gli effetti sulla governance dell'impresa*, Bologna, 2003.

Bigelli M., Mehrotra V., Rau R., *"Why are shareholders not paid to give up their voting privileges? Unique evidence from Italy"*, Journal of Corporate Finance, vol. 17, 2011.

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

- Bione M., *“Le azioni di risparmio tra mito e realtà”*, in *Giurisprudenza Commerciale*, vol. I, 1975.
- Bione M., *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo G.E. e Portale G.B., Torino, Utet Giuridica, 1991..
- Bodnaruk A., Kandel E., Massa M. e Simonov A., *“Shareholder diversification and the decision to go public”*, in *Review of Financial Studies*, 2007.
- Bradley M., *“Interfirm tender offers and the market for corporate control”*, in *Journal of Business*, vol. 53, 1980.
- Braggion F., Giannetti M., *At the Origins of the Non-Voting Shares’ Discount: Investor Preferences vs. Fundamentals*, working paper, 2012.
- Bruno F., Rozzi A., *“Dall’azione di risparmio all’azione sviluppo: il primo strumento finanziario ibrido qualificato”*, in *Le Società*, vol. 7, 2008.
- Burkart M., Panunzi F., *Takeover*, ECGI Working Paper, 2006.
- Burkart M., Gromb D., Panunzi F., *“Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm”*, in *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, 1997.
- Burkart M., Lee S., *“One Share-One Vote: The Theory”*, *Review of Finance*, vol. 12, 2008.
- Busani A., Sagiocca M., *“Le azioni non si contano ma si “pesano”: superato il principio one share one vote con l’introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato”*, in *Le Società*, 2014.
- Cahn A., Donald D., *Comparative Company Law*, Cambridge, 2010.
- Calvosa L., *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, Milano, 1999.
- Campobasso G.F., *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, VIII ed., a cura di M. Campobasso, Torino, Utet Giuridica, 2012.
- Campobasso G.F., *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, VI ed., M. Campobasso (a cura di), Torino, 2006.
- Capriglione F. (a cura di), *L’ordinamento finanziario italiano*, Padova, CEDAM, 2010.
- Capriglione F. (a cura di), *La nuova legge sul risparmio. Profili societari, assetti istituzionali e tutela degli investitori*, CEDAM, 2006.
- Capriglione F., *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, CEDAM, 2008.

Capriglione F., *Mercato regole democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, Utet Giuridica, 2013.

Capriglione F., *Misure anticrisi tra regole di mercato e sviluppo sostenibile*, Giappichelli, 2010.

Capriglione F., Pellegrini M., Sepe M., Troiano V., *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, vol.1/4, CEDAM, 2012.

Capriglione F., Troisi A., *L'ordinamento finanziario europeo. Dopo la crisi. La difficile conquista di una dimensione europea*, Utet Giuridica, 2014.

Casella M., *“Legittimità del voto scalare nelle società per azioni”*, in *Rivista delle società*, 1973.

Cestone G., *Venture Capital Meets Contract Theory: Risky Claims or Formal Control?*, ECGI Working Paper, 2013.

Charkham J., *“Keeping Good Company. A Study of Corporate Governance in Five Countries”*, New York, Oxford University Press, 1994.

Chemmanur T. J., Jiao Y., *“Dual class IPOs: A theoretical analysis”*, in *Journal of Banking & Finance*, vol. 36, 2012.

Chemmanur T. J., Jiao Y., *Dual class IPOs, share recapitalizations, and unifications: a theoretical analysis*, ECGI Finance Working Paper, n. 129, 2006.

Chieffi A., *“L'azione sviluppo e la Consob: riflessioni in memoria della passivity rule”*, in *Giurisprudenza Commerciale*, vol. II, 2009.

Chieffi A., *Azioni di categoria speciale convertibili in caso di opa: il pendolo della regolamentazione e l'evoluzione degli orientamenti della Consob*, RDS, vol. 3, 2010.

Commissione Reale per la Riforma dei Codici, Sottocommissione B, *“Codice di Commercio”*, vol. I, *Progetto*, e vol. II, *Relazione sul Progetto*, Roma, 1927.

Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *“Categorie di azioni a voto plurimo fidelizzanti”*, Orientamento n. 48/2014.

Consiglio Notarile di Milano, *Massima n. 73*, 25 novembre 2005.

Cottino G., *Diritto commerciale*, Vol. I, Tomo II, III ediz., CEDAM, 1994.

Cronqvist H., Nilsson M., *“Agency costs of controlling minority shareholders”*, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 2003.

Dewatripont M., Tirole J., *“A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager–Shareholder Congruence”*, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, 1994.

Dignam A.J., Galanis M., *“The globalization of corporate governance”*, Ashgate, Farnham England – Burlington USA, 2009.

Dimitrov V., Jain P. C., *“Recapitalization of one class of common stock into dual-class: Growth and long-run stock returns”*, in *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, 2006.

Dyck A., Zingales L., *“Private Benefits of Control: An International Comparison”*, *Journal of Finance*, 2004.

Easterbrook F. H., Fischel D. R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard, 1996.

Enriques L., *“A New EU Business Combination Form to Facilitate Cross-Border M&A: The Compulsory Share Exchange”*, in *U. Pa. J. Int’l L.*, vol. 35, 2013.

Enriques L., *“La Corporate governance delle società quotate: sfide e opportunità”*, in *Giurisprudenza Commerciale*, Vol. I, 2012.

Enriques L., *“Offerta pubblica di acquisto”*, in *Enciclopedia del Diritto. Annali*, Vol. V, 2012.

Enriques L., Gilson R. J., Paces A., *The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)*, ECGI Working Paper, n. 212.

Enriques L., *Le regole della finanza. Diritto societario e mercato in Italia e in Europa*, IBL Libri, Milano, 2012.

European Commission, *Libro Verde - Il finanziamento a lungo termine dell’economia europea*, 25 marzo 2013.

Ferrarini G., *““Un’azione - un voto”: un principio europeo?”*, in *Rivista delle Società*, 2006.

Ferri G., *“Finanziamento dell’impresa e partecipazione sociale”*, in *Rivista di Diritto Commerciale*, 2002.

Ferri G., *“La tutela dell’azionista in una prospettiva di riforma”*, in *Scritti Giuridici*, vol. III, Napoli, 1990.

Ferro Luzzi P., *“Riflessioni sulla riforma; I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento d’impresa”*, in *Rivista di Diritto Commerciale*, 2005.

Galgano F., *Diritto civile e commerciale*, Vol. III, L’impresa e le società, Tomo II, Padova, CEDAM, 1990.

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

Gilson R. J., *“Evaluating dual-class common stock: The relevance of substitutes”*, *Virginia Law Review*, vol. 73, 1987.

Gilson R. J., *Regulating the Equity Component of Capital Structure: The SEC's Response to the One Share One Vote Controversy*, in *Modernizing U.S. Securities Regulation: Economic and Legal Perspectives*, a cura di Lehn e Kamphuis, Business One Irwin, Homewood, 1992.

Gilson R. J., Schwartz A., *Constraints on private benefits of control: ex ante control mechanisms versus ex post transaction review*, ECGI Law Working Paper, n. 194., 2012.

Gomes A., *"Going Public without Governance: Managerial Reputation Effects"*, in *The Journal of Finance*, vol. 55, 2000.

Gompers P., Ishii J., Metrick A., *"Extreme Governance: An Analysis of Dual Class Firms in the United States"*, in *Review of Financial Studies*, 2010.

Gordon G.N., *"Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice"*, in *California Law Review*, n. 76, 1988.

Grossman S. J., Hart O. D., *"One share - one vote and the market for corporate control"*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 175, 1988.

Grossman S.J., Hart O. D., *"Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation"*, in *Bell Journal of Economics*, vol. 11, 1980.

Harris M., Raviv A., *"Corporate governance, voting rights and majority rules"*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988.

High Level Group of Company Law Experts, *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, 2002.

High Level Group of Company Law Experts, *Report on Issues Related to Takeover Bids*, 2002.

Institutional Investor Services (IIS), European Corporate Governance Institute (ECGI), Sherman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, 2007.

Ippolito F., *Takeover defenses, firm-specific skills and managerial entrenchment*, Working Paper, University of Oxford, 2006.

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

Jensen M. C., Meckling W. H., *"Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure"*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 1976.

Jordan B. D., Liu M. H., Wu Q., *"Corporate payout policy in dual class firms"*, in *Journal of Corporate Finance*, 2014.

Kahan M., *"Sales of corporate control"*, in *Journal of Law Economics and Organization*, vol. 9, 1993.

- Kaplan S. N., Stromberg P., *“Financial Contracting Theory Meets The Real World: An Empirical Analysis Of Venture Capital Contracts”*, in Review of Economic Studies, 2002.
- King M. R., Santor E., *“Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms”*, in Journal of Banking and Finance 32, 2008.
- Kirkpatrick G., *“The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis”*, OECD, 2009.
- Kraakman R. R., *Diritto societario comparato*, a cura di L. Enriques, Bologna, 2006.
- La Sala G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, Giappichelli, 2011.
- Lamandini M., *“Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto”*, XXVIII Convegno di studio, Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati, Courmayeur, 2014.
- Langewoort D. C., *The SEC, Retail Investors and the Institutionalization of Securities Markets*, in Virginia Law Review, n. 95, 2009.
- Lehn K., Netter J., Poulsen A., *“Consolidating corporate control: Dual-class recapitalizations versus leverage buyouts”*, in Journal of Financial Economics, vol. 27, 1990.
- Lepetit J. F., *Rapport du groupe de travail sur la transposition de la directive concernant les offres publiques d'acquisition*, 27 giugno 2005.
- Libonati B., *“Clausola di gradimento e appello al risparmio diffuso”*, in Rivista di Diritto Commerciale, vol. I, 1983, p. 228.
- Mallin C., *“Corporate Governance”*, Oxford, Oxford University Press, 2013.
- Marchetti P.G., Bianchi L.A., Ghezzi F., Notari M. (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008.
- Massella Ducci Teri B., *“Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative”*, in Rivista di Diritto Societario, II, 2013..
- Masulis R.W., Pham P. K., Zein J., *“Family business groups around the world: Costs and benefits of pyramids”*, in Review of Financial Studies, 2011.
- Masulis R.W., Wang C., Xie F., *“Agency Problems at dual-class companies”*, in The Journal of Finance, vol. 4, 2009.
- Maury B., Pajuste A., *“Private benefits of control and dual-class share unifications”*, in Managerial and Decision Economics, vol. 32, 2011.
- Mengoli S., Sandri S., *“Chi si rivede: le azioni di risparmio!”*, www.lavoce.info, 2008.

- Merle P., *Droit commercial, Sociétés commerciales*, Paris, 2013.
- Montalenti P., *Amministrazione, controllo, minoranze nella Legge sul Risparmio*, La nuova legge di tutela del risparmio, Milano, 2007.
- Montalenti P., *Democrazia industriale e diritto dell'impresa*, Milano, 1981.
- Montalenti P., Le società per azioni, in *Trattato di diritto commerciale*, Padova, 2010.
- Mucchetti M., *“Perché va difeso il voto plurimo”*, in *Il Sole 24 ORE*, 2014.
- Notari M., *“Le categorie speciali di azioni”*, in Abbadessa P., Portale G.B. (diretto da), *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006.
- OECD, *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*, 2009.
- OECD, *The Financial Crisis. Reform and Exit Strategies*, 2009.
- Padoa Schioppa A., *Saggi di storia del diritto commerciale*, Milano, LED Edizioni Universitarie, 1992.
- Pagano M., Volpin P., *“Managers, workers and corporate control”*, in *Journal of Finance*, vol. 60, 2005.
- Pellegrini M., *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, CEDAM, 2007.
- Pomelli A., *“Rischio d'impresa e potere di voto nelle società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie”*, in *Giurisprudenza commerciale*, vol. I, 2008.
- Rado, *Comparative Company Law*, Saarbrücken, 2011.
- Relazione al decreto legislativo del 17 gennaio 2003, n 6, paragrafo 4.*
- Ripley W.Z., *Main Street and Wall Street*, Boston, 1927.
- Sacchi Ginevri A., *“The Rise of Long-Term Minority Shareholders' Rights in Publicly Held Corporations and Its Effects on Corporate Governance”*, in *European Business Organization Law Review*, vol. 12, 2011.
- Sacco Ginevri A., *“L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata”*, in *Rivista di diritto societario*, 2012.
- Sagliocca M., *“Il definitivo tramonto del principio “un'azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggioranza del voto”*, in *Rivista del notariato*, n. LXVIII, 2015.
- Sagliocca M., *“Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo delle società per azioni”*, in *Rivista di Diritto Societario*, vol. II, 2013.

Salvioni D.M. (a cura di), *Corporate Governance, Controllo e Trasparenza*, FrancoAngeli, Milano, 2009.

Sandulli M., Santoro V., *La riforma delle società*, Torino, 2003.

Santoro V., *Commento all'art. 2351*, in Sandulli M., Santoro V. (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003.

Santosuosso D., *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei DD. Lgs. 17 gennaio 2003*, nn. 5 e 6, Milano, 2003.

Santosuosso D.U., *Il principio di libera trasferibilità delle azioni*, Milano, 1993.

Schmid M. M., *"Ownership structure and the separation of voting and cash flow rights evidence from Switzerland"*, in *Applied financial economics*, vol. 19, 2009.

Scialoja A., *"Il voto plurimo nelle società per azioni"*, in *Foro italiano*, I, 1925.

Seligman J., *"Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy"*, in *The George Washington Law Review*, n. 54, 1986.

Smart S., Thirumalai R. S., Zutter C. J., *"What's in a vote? the short and long run impact of dual-class equity on IPO firm value"*, in *Journal of Accounting and Economics*, 2007.

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

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

Stagno D'Alcontres A., *"Commento all'art. 2351 c.c."*, in Niccolini G., Stagno D'Alcontres A. (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, vol. I, Napoli, 2004.

Stanghellini L., *I limiti statutari alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997.

Tricker B., *"Corporate Governance, Principles, Policies, and Practices"*, New York, Oxford University Press, 2009.

Ungari P., *"I precedenti storici del vigente diritto delle società per azioni"*, in *Ricerca sulle società commerciali*, Collana dei Quaderni di studi di legislazione della Camera dei deputati, Roma, 1968.

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

Vella F., *Diritto societario e modelli di sviluppo delle PMI*, Verso un nuovo diritto societario, Bologna, Il Mulino, 2002.

Ventoruzzo M., *"I «listing standards» nell'esperienza statunitense"*, in *AGE*, vol. 1, 2002.

Vietti M., *Nuove società per un nuovo mercato – La riforma delle società commerciali*, Roma, 2003.

Villalonga B. e Amit R. H., “*How do family ownership, control and management affect firm value?*”, in *Journal of Financial Economics*, vol. 80, 2006.

Visentini G., “*Azioni di società*”, in *Enciclopedia del Diritto*, vol. IV, Milano, 1959.

Vivante C., *Trattato di diritto commerciale*, vol. II, Società commerciale, IV edizione, Milano, Vallardi, 1912.

Zingales L., “*Il voto plurimo favorisce “le piramidi”*”, in *Il Sole 24 ORE*, 2014.

Zingales L., “*Quel voto plurimo così opaco*”, in *Il Sole 24 ORE*, 2014.

Sitografia

www.abi.it

www.bancaditalia.it

www.bis.org

www.consob.it

www.ecb.europa.eu

www.economist.com

www.ilsole24ore.com

www.imf.org

www.iusexplorer.it

www.lavoce.info

www.oecd.org

www.ft.com