

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Diritto Societario

*LE AZIONI A VOTO POTENZIATO: DINAMICHE SOCIETARIE E ANALISI D'IMPATTO DELLA
MAGGIORAZIONE DEL VOTO SUI CORSI AZIONARI DI SOCIETÀ QUOTATE*

RELATORE

Prof. Francesco Chiappetta

CANDIDATO

Damiano Di Vittorio

CORRELATORE

Prof. Giuseppe Niccolini

MATRICOLA

677001

ANNO ACCADEMICO 2016-2017

INDICE

Introduzione	7
--------------------	---

CAPITOLO 1

ORIGINI E SVILUPPO DELLE AZIONI A VOTO POTENZIATO NELL'ORDINAMENTO ITALIANO

1.1. Azioni a voto potenziato e principio di proporzionalità: origini storiche.....	12
1.1.1. Il principio “un’azione, un voto”: un richiamo concettuale.....	12
1.1.2. Il Codice di Commercio: cenni.....	16
1.1.3. Verso una progressiva standardizzazione della partecipazione azionaria.	19
1.2. La riforma organica del diritto societario del 2003: la nuova disciplina del diritto di voto.....	23
1.2.1. L’erosione del principio di proporzionalità potere-rischio-responsabilità.....	23
1.2.2. Deregole al principio capitalistico del voto.	26
1.2.3. Il divieto di emissione di azioni a voto plurimo: ultimo limite all’autonomia statutaria.....	30
1.3. Azioni a voto plurimo e con voto maggiorato: le ragioni della novella.....	32
1.3.1. Il nuovo quadro normativo di riferimento.	32
1.3.2. Le ragioni “dichiarate” dell’introduzione delle azioni a voto plurimo e maggiorato	35
1.3.3. Alcune “contraddizioni” di politica legislativa.....	40

CAPITOLO 2

LE AZIONI A VOTO PLURIMO E LA MAGGIORAZIONE DEL DIRITTO DI VOTO: ANALISI NORMATIVA

2.1. La novella del D.L. 24 giugno 2014, n. 91.	44
2.1.1. Natura giuridica del voto plurimo e del voto maggiorato: distinzioni tipologiche.....	44
2.1.2. Ancora in tema di campo di applicazione. Le azioni a voto potenziato nelle società cooperative: possibilità di un’applicazione analogica?.....	51

2.1.3.	Azioni a voto plurimo e società non quotate: modalità d'introduzione e "contenuto".....	54
2.1.4.	Azioni a voto plurimo e funzionamento assembleare: quorum costitutivi e deliberativi	60
2.1.5.	Maggiorazione del voto nelle s.p.a. quotate o quotate e dinamiche endosocietarie.	66
2.2.	Azioni a voto potenziato e dinamiche esosocietarie	76
2.2.1.	Sulla legittimità del diritto di recesso in occasione di delibere concernenti azioni a voto potenziato	76
2.2.2.	"Vicende circolatorie" e azioni a voto potenziato: alcune ipotesi di perdita e conservazione della maggiorazione del diritto di voto.....	80
2.2.3.	Rinuncia, intestazione fiduciaria e costituzione in usufrutto, pegno o sequestro della partecipazione azionaria	87
2.3.	Azioni a voto potenziato e operazioni straordinarie: nuove norme e questioni esegetiche.....	92
2.3.1.	Il voto maggiorato nelle operazioni di fusione, scissione e aumento di capitale.....	92
2.3.2.	Operazioni straordinarie e fattispecie di cumulo nelle società aperte.....	103
2.3.3.	Il voto plurimo nelle operazioni straordinarie coinvolgenti in via esclusiva società per azioni non quotate	107
2.4.	Azioni a voto potenziato: ricadute in tema di Opa e "Assetti proprietari"	110
2.4.1.	Le modifiche alla disciplina dell'Opa obbligatoria: nuovi criteri di determinazione delle soglie, ricadute sul "prezzo d'offerta" e fattispecie di esenzione.	110
2.4.2.	Ancora in tema di Opa: le nuove disposizioni sulle piccole medie imprese (PMI).....	117
2.4.3.	Azioni a voto potenziato, PMI e le modifiche alla disciplina degli "Assetti proprietari".	120

CAPITOLO 3

RICADUTE IN TEMA DI CORPORATE GOVERNANCE: TRASFERIMENTO DEL CONTROLLO E TUTELA DELLE MINORANZE AZIONARIE

3.1.	Ricadute delle "super voting shares" sulla governance societaria: richiami teorici ed evidenze empiriche.....	123
3.1.1.	Azioni a voto potenziato, assetti proprietari e conflitti potenziali.....	123
3.1.2.	Strutture di voto non proporzionali, mercato del controllo societario e decisioni finanziarie.....	131
3.1.3.	Azioni a voto potenziato: evidenze empiriche e grado di diffusione in paesi europei e extraeuropei.	137

3.1.4. Alcune evidenze dal caso italiano: assetti proprietari, mercato del controllo societario e ricorso ai CEMs.....	143
3.2. La tutela degli azionisti estranei al controllo: lacune normative e possibili meccanismi risolutivi	151
3.2.1. La necessità di una rigorosa disciplina: considerazioni generali e forme di tutela.....	151
3.2.2. Lacune legislative e regolamentari e il ruolo dell'autonomia statutaria.....	156
3.2.3. Alcuni possibili meccanismi di autotutela e/o eterotutela degli azionisti estranei al controllo.....	159
3.3. Il ruolo degli investitori istituzionali nella governance italiana: un'ipotesi di utilizzo non-fisiologico di azioni a voto plurimo e maggiorato.....	165
3.3.1. Lo "shareholder activism" e il ruolo degli investitori istituzionali nella governance societaria: quali rapporti con le super voting shares?	165
3.3.2. Il "peso" degli investitori istituzionali nelle società quotate italiane: quale reazione al riconoscimento legislativo di azioni a voto plurimo e maggiorato?	168
3.3.3. Il voto multiplo: possibile strumento di tutela degli azionisti estranei al controllo.....	172

CAPITOLO 4

LA REAZIONE DEL MERCATO FINANZIARIO ALL'INTRODUZIONE DELLA MAGGIORAZIONE DEL DIRITTO DI VOTO: "EVENT EVALUATION"

4.1. Introduzione all'event study	175
4.1.1. Le ragioni di un'analisi empirica: metodologia di valutazione adottata e aspettative di risultato.....	175
4.1.2. Dati e costruzione del campione.....	182
4.1.3. Modelli di valutazione e parametri	185
4.2. Impatto degli annunci sui corsi di Borsa e interpretazione dei risultati.....	188
4.2.1. Analisi dei rendimenti anormali: ARs	188
4.2.2. Aggregazione dei Rendimenti Anormali: analisi dei CARs e degli ACARs.....	193
4.2.3. Interpretazione dei risultati.....	197
4.3. Un'analisi del turnover dell'azionariato: evidenze empiriche sulla risposta degli investitori istituzionali all'introduzione della maggiorazione del voto.	202
4.3.1. Alcune evidenze dalle assemblee introduttive del voto maggiorato.....	202

4.3.2.	Dati, costruzione dell'indicatore e limiti dell'indagine.	205
4.3.3.	Azioni a voto maggiorato, investitori istituzionali e rapporti di potere: evidenze empiriche e considerazioni conclusive.	209

Conclusioni.....	213
Appendice.....	219
Bibliografia.....	221
Sitografia	227

Introduzione

Il presente lavoro di tesi si pone l'obiettivo di analizzare in maniera approfondita le "azioni a voto potenziato" introdotte dal legislatore italiano con il d.l. 24 giugno 2014, n. 91 – convertito, con modificazioni, in l. 11 agosto 2014, n. 116 – nella duplice forma delle azioni a voto plurimo e della maggiorazione del diritto di voto. La ragione che ha spinto ad intraprendere questo tipo di ricerca è strettamente connessa con i rilevanti effetti di natura sistemica generati dal riconoscimento normativo dei due istituti. Con essi, infatti, si assiste al definitivo tramonto del sistema basato sul principio "un'azione, un voto", considerato da tempo nella letteratura economico-giuridica come criterio ideale di correlazione dei diritti patrimoniali ai diritti amministrativi, in qualità di regola in grado di incentivare maggiormente gli azionisti di controllo al perseguimento dell'interesse sociale attraverso l'attribuzione del potere economico in misura proporzionale al rischio sopportato mediante la partecipazione al capitale della società. Sono queste le ragioni per cui tale principio ha tradizionalmente rappresentato, nel nostro come in altri ordinamenti, l'asse portante della disciplina della società per azioni. Nonostante ciò, non è raro assistere nella pratica a fenomeni di deviazione dal *principio di proporzionalità potere-rischio* a favore di strumenti alternativi, capaci di consentire l'esercizio del potere di controllo a fronte di un investimento finanziario relativamente ridotto. È proprio sulla scia di questa tendenza che da tempo si assiste ad un progressivo aumento di tra loro differenti modalità di attribuzione non proporzionali dei diritti sociali nella società per azioni e al contemporaneo riconoscimento della legittimità di tali modalità all'interno dell'ordinamento giuridico, con il sorgere di accessi dibattiti che hanno coinvolto non solo giuristi, ma anche economisti, politici, e storici del diritto.

Alla luce di ciò, l'analisi verrà condotta mediante l'adozione di un approccio "a tutto tondo", in grado di coniugare quattro diverse prospettive di indagine, sulla base delle quali si è costruita la struttura del presente elaborato, articolata a sua volta in quattro capitoli.

La prima prospettiva da cui si guarderà il fenomeno è quella storica, ripercorrendo la storia della disciplina nazionale in materia di diritto di voto nelle società di capitali, a partire dalle prime forme di regolamentazione che hanno accompagnato la diffusione del modello di società per azioni dai primi anni del diciannovesimo secolo fino a giungere al quadro normativo dei giorni nostri, come risultante dai provvedimenti legislativi più recenti. Sarà proprio questo il punto di partenza del presente lavoro, nella convinzione che l'analisi dell'attuale assetto normativo non possa prescindere dall'esame delle sue origini storiche, ciò essendo motivato dalla seguente considerazione: le azioni a voto potenziato hanno un'origine risalente nel tempo.

Pertanto, verranno prima di tutto passate in rassegna le diverse tappe percorse dal legislatore nazionale, partendo dall'adozione del *Code de commerce* francese del 1807, passando per le codificazioni della seconda metà dell'ottocento, per mezzo delle quali la disciplina societaria comincia ad assumere una forma più definita, dai contorni meno sfumati, per poi soffermarsi sui dibattiti che hanno preceduto l'emanazione del codice civile del '42, nel corso dei quali particolare attenzione venne posta sui vantaggi e sugli svantaggi connessi all'introduzione delle azioni a voto potenziato. È con la codificazione civilistica del '42 che si afferma in maniera esplicita il principio "un'azione, un voto", il quale venne riconosciuto come regola di *default* per l'attribuzione dei diritti di voto nella società per azioni. È proprio quando il principio "un'azione, un voto" vive il suo momento di massima affermazione, che inizia un percorso inverso, di erosione, caratterizzato da un progressivo aumento delle deroghe consentite dall'ordinamento e realizzato mediante diversi interventi normativi: la legge n. 216 del 1974 introduttiva delle azioni di risparmio, la riforma delle società di capitali del 2003 e, da ultimo, il c.d. Decreto Competitività del 2014, di cui vengono primariamente evidenziate, in maniera poco ortodossa, ma, ritengo, efficace, le ragioni introduttive "dichiarate" dal legislatore, come risultanti dalla *relazione* al decreto medesimo, dando contezza di alcune contraddizioni di *policy* connaturate ai due nuovi istituti.

A questo punto si sono costruite le basi necessarie per spostarsi verso la seconda delle quattro prospettive sopra richiamate, di natura prettamente giuridica, mediante la quale ci si propone di realizzare una ricostruzione ragionata della disciplina complessiva introdotta dal legislatore del 2014, offrendo al contempo un'analisi delle singole disposizioni e della *ratio* che ne è alla base e un tentativo di soluzione alle diverse questioni esegetiche che le stesse hanno generato. Tale indagine, che viene condotta nel secondo capitolo, prevede un primo *step* fondamentale, consistente nell'individuazione della natura giuridica propria delle azioni a voto plurimo e maggiorato. La diversità tra i due istituti, e le differenze in termini di campo di applicazione degli stessi, legittimano l'adozione di una metodologia di trattazione basata sull'analisi separata delle specifiche disposizioni a questi dedicate. Mediante un simile approccio è possibile mettere in luce le caratteristiche peculiari di ciascun istituto, per poi analizzare, con maggiore precisione, non soltanto le possibili ricadute sulla normativa pre-esistente – ricadute, cioè, "di sistema" – ma anche le "dinamiche societarie", endogene ed esogene, che gli istituti citati possono determinare nel momento in cui vengono effettivamente adottati, avendo come *focus* principale le società quotate.

Alla luce di ciò, maggiore spazio verrà dedicato alla trattazione delle azioni a voto maggiorato, poiché, da un lato, queste rappresentano lo strumento destinato a trovare applicazione esclusiva nella realtà degli emittenti quotati e, dall'altro, la disciplina prevista dal legislatore del 2014 è per esse molto più ampia e dettagliata, specie se si guarda a tutte quelle disposizioni che regolano il rapporto tra tale istituto e le principali operazioni straordinarie d'impresa, vale a dire fusioni, scissioni e aumenti di capitale. Nonostante il divieto di emissione di azioni a voto plurimo permanga per tali realtà societarie, non mancano fattispecie peculiari in cui è stata prevista la

possibilità di emissione di tale particolare categoria azionaria, ciò implicando la necessità di effettuare continui richiami e comparazioni.

Grande attenzione, inoltre, verrà dedicata alle modifiche introdotte dal legislatore, e dalla Consob, per rispondere ad una serie di aspetti problematici legati all'utilizzo di azioni a voto plurimo e maggiorato, quali la compatibilità con la disciplina dell'offerta pubblica di acquisto e degli "asseti proprietari" degli emittenti quotati.

L'analisi dettagliata così condotta, offrirà lo spunto per ampliare la trattazione a tematiche prettamente economiche connesse all'utilizzo di meccanismi di rafforzamento del controllo di cui le azioni a voto potenziato possono essere considerate massima espressione. L'adozione di una prospettiva economica si rende necessaria per indagare non solo il ruolo che la previsione delle azioni a voto potenziato è destinata a giocare sugli assetti di potere interni alle società per azioni in generale, e a quelle quotate in particolare, ma anche gli effetti che l'emissione di azioni a voto plurimo o l'introduzione della maggiorazione del voto possono determinare sulla *corporate governance*, sottolineandone *pro* e *contro*. Per far ciò, sarà passata in rassegna l'ampia letteratura economica esistente – principalmente di derivazione anglo-americana – che si è occupata della ricerca di un sistema di attribuzione dei diritti sociali che potesse rappresentare la soluzione "ottimale" al problema della correlazione tra diritti patrimoniali e amministrativi. Tale analisi, oggetto del terzo capitolo del presente lavoro, consente di mettere in luce, in un'ottica di comparazione, i vantaggi e gli svantaggi connessi all'adozione della regola proporzionale piuttosto che di regole di attribuzione dei diritti sociali da questa divergenti; vantaggi e svantaggi che lo sforzo teorico prodotto dalla letteratura ha riguardato in un'ottica principalmente microeconomica, prendendo come riferimento le dinamiche inerenti ad una serie di rapporti che si sviluppano internamente alla governance societaria, tipizzabili mediante il richiamo alla "teoria dell'agenzia" di Jensen e Meckling (1976). Si fa riferimento ai problemi di agenzia tra azionisti e management e tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza, problemi la cui genesi strettamente dipende dal grado di separazione tra proprietà e controllo caratteristico della specifica realtà societaria. Tuttavia, gli aspetti di maggior interesse non riguardano solamente i problemi relativi a tali rapporti – quale, su tutti, l'estrazione dei cc.dd. *benefici privati del controllo* – bensì anche l'impatto di diverse modalità di strutturazione del diritto di voto sul funzionamento del mercato del controllo societario e sull'adozione di determinate decisioni di finanziamento dell'impresa piuttosto che di altre.

La considerazione di tutte queste dinamiche appare fondamentale per "calare" gli insegnamenti rivenienti dalla letteratura teorica, in parte confermati dall'opera di ricerca svolta dalla letteratura empirica, all'interno del modello di capitalismo italiano, caratterizzato da un'elevata presenza di piccole e medie imprese in cui domina un modello di gestione familiare, poche grandi imprese a proprietà molto concentrata con prevalenza, anche in tal caso, di un controllo di tipo familiare, un mercato finanziario di dimensioni ridotte e un grande ricorso al finanziamento bancario. È possibile, in tal modo, valutare i potenziali costi e benefici connessi all'introduzione del voto multiplo in Italia

e, conseguentemente, rivalutare e riguardare la disciplina complessiva introdotta con il Decreto Competitività in un'ottica diversa, quella propria, cioè, dell'azionista-investitore, ossia di quell'azionista estraneo al controllo della società. In questa direzione, si potrà operare una valutazione circa la qualità della "mini-riforma" del 2014, evidenziando l'eventuale presenza di lacune legislative e/o regolamentari e di eventuali rimedi che potrebbero essere adottati, alternativamente o cumulativamente, in via di autotutela e/o eterotutela, per garantire che i benefici connessi all'adozione di azioni a voto plurimo o maggiorato non siano soverchiati dalle criticità "oggettive" che tali meccanismi incorporano.

Successivamente, troveranno spazio una serie di considerazioni che, sempre ai fini di una "giusta" tutela degli azionisti-investitori, si propongono di rivisitare i due istituti, ipotizzandone una funzione diversa da quella ad essi fisiologica, ovverossia quella di strumenti utilizzabili direttamente da parte di "specifiche" minoranze azionarie: gli *activist shareholders*. Ciò costituirà l'occasione non solo per individuare quale particolare "classe", all'interno della categoria degli *azionisti-investitori*, sia maggiormente in grado di dar vita a fenomeni di attivismo, ma anche per interrogarsi sul particolare tipo di attivismo – difensivo o offensivo – che, in un contesto societario come quello italiano, le azioni a voto potenziato potrebbero incentivare. In tale ambito, particolare attenzione verrà posta sulla figura degli investitori istituzionali e sull'analisi del loro grado di presenza nella realtà delle società quotate nel mercato borsistico nazionale.

Infine, nel quarto ed ultimo capitolo del presente lavoro, il tema delle azioni a voto potenziato verrà osservato in una prospettiva empirica. La pressoché totale assenza, per diverse ragioni, di emittenti quotati che abbiano emesso azioni a voto plurimo impedisce di ricomprendere nell'indagine anche tale strumento, limitando così l'analisi alla costruzione e implementazione di uno studio finalizzato a misurare esclusivamente l'impatto della maggiorazione del diritto di voto sul benessere delle minoranze azionarie. Tale studio, realizzato mediante la metodologia statistica dell'*Event Study*, rappresenta la naturale prosecuzione dell'analisi economica intrapresa nel terzo capitolo, e si pone l'obiettivo di offrire una misura dell'effetto complessivamente prodotto dal nuovo istituto, effetto da considerarsi come la risultante degli aspetti positivi e negativi di cui le azioni a voto maggiorato sono generalmente portatrici. La metodologia prescelta consente infatti di constatare se gli extra-rendimenti dei titoli azionari registrati nell'intorno di determinati eventi relativi all'introduzione del voto maggiorato da parte del campione di società indagato siano, in primo luogo, statisticamente significativi - solamente in tal caso potendosi concludere circa l'esistenza di effettivo impatto – e, eventualmente, verificarne il segno.

L'analisi sarà completata mediante la presentazioni di alcune evidenze relative alla dinamica dell'azionariato delle società che hanno introdotto il voto maggiorato in statuto e all'eventuale presenza di fenomeni di attivismo nelle assemblee convocate per l'adozione della maggiorazione del diritto di voto.

È proprio sulla base delle risultanze di tali studi che si potrà determinare, generalizzando, se le linee guida che il legislatore nazionale dovrebbe seguire nella sua futura opera di implementazione normativa – linee guida precedentemente tracciate dibattendo di possibili rimedi e di meccanismi di tutela – siano effettivamente necessarie ed urgenti.

CAPITOLO 1

ORIGINI E SVILUPPO DELLE AZIONI A VOTO POTENZIATO NELL'ORDINAMENTO ITALIANO

Sommario: 1.1. Azioni a voto potenziato e principio di proporzionalità: origini storiche. 1.1.1. Il principio “un’azione, un voto”: un richiamo concettuale. 1.1.2 Il Codice di Commercio: cenni. 1.1.3. Verso una progressiva standardizzazione della partecipazione azionaria. 1.2. La riforma organica del diritto societario del 2003: la nuova disciplina del diritto di voto. 1.2.1. L’erosione del principio di proporzionalità “potere-rischio-responsabilità”. 1.2.2. Deroghe al principio capitalistico del voto. 1.2.3. Il divieto di voto plurimo: ultimo limite all’autonomia statutaria. 1.3. Azioni a voto plurimo e con voto maggiorato: le ragioni della novella. 1.3.1. Il nuovo quadro normativo di riferimento. 1.3.2. Le ragioni “dichiarate dell’introduzione del voto plurimo e maggiorato. 1.3.3. Alcune “contraddizioni” di politica legislativa.

1.1. Azioni a voto potenziato e principio di proporzionalità: origini storiche

1.1.1. Il principio “un’azione, un voto”: un richiamo concettuale

La discussione del tema delle *azioni a voto potenziato*, della sua rilevanza all’interno del nostro ordinamento in termini di effetti sul “sistema” societario, la realizzazione di un’analisi teorica sui punti di forza e di debolezza dell’istituto *de quo* e, in particolare, la conduzione di un’indagine empirica sulla reazione dei mercati finanziari all’introduzione delle azioni con voto maggiorato nello statuto di alcune s.p.a. quotate alla Borsa valori di Milano, non può prescindere da una breve analisi storica sulle origini e sull’evoluzione normativa, all’interno del nostro ordinamento, del principio di proporzionalità potere-rischio-responsabilità e del suo derivato applicativo, ossia il principio “un’azione, un voto”, da sempre¹ considerato come criterio “ottimale” di attribuzione del diritto di voto ai soci all’interno delle società per azioni e da poco, a seguito dell’intervento del legislatore del d.l. 24 giugno 2014, n. 91, ridotto ai minimi termini mediante la cancellazione della norma che sanciva il “divieto di emissione di azioni a voto plurimo” e l’introduzione delle cc.dd. *loyalty shares*, o *azioni fidelizzanti*.

Occorre sin da subito evidenziare, infatti, che le azioni a voto potenziato, in virtù della loro natura, sono uno strumento in grado di alterare fortemente il principio appena richiamato e, pertanto, si pone una prima questione da risolvere, ossia se esista effettivamente un problema di coerenza tra tale figura e la natura della società per azioni. Tuttavia, prima di intraprendere questo percorso è opportuno fare una breve premessa circa le peculiarità del tipo “società per azioni” e del suo antecedente storico, la “società anonima”, funzionale al corretto inquadramento del significato del

¹ In genere si fa risalire il diffondersi di questa concezione sull’istituto in esame alla seconda metà del XIX secolo. Si v. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D’ERAMO, N. LINCiano *La deviazione dal principio “un’azione-un voto” e le azioni a voto multiplo* in “Quaderni giuridici Consob”, n. 5, gennaio 2014.

principio poc'anzi richiamato, poiché quest'ultimo può essere considerato quale elemento connaturato a tale tipo societario e, più in generale, alle società capitalistiche².

La società per azioni, come ben noto, è stata caratterizzata sin dalla sua genesi, al pari delle altre società di capitali, dalla limitazione della responsabilità del socio alla sola partecipazione al capitale sociale³ e, tratto distintivo e peculiare, dal frazionamento delle quote partecipative in azioni, ciascuna delle quali rappresentativa di un unitario complesso di prerogative tendenzialmente di identico contenuto⁴, tra le quali spicca, per quel che qui interessa, l'attribuzione del diritto di voto nell'Assemblea degli azionisti.

Ed è proprio in relazione a queste sue tendenziali caratteristiche, ossia la responsabilità limitata e la standardizzazione dello strumento partecipativo conferente lo *status* di socio, che la preferenza verso l'adozione della regola proporzionale come *regola di default* per le società azionarie si è diffusa nel tempo. In tal modo, infatti, poteva darsi piena attuazione ad un principio più ampio, quello della "eguaglianza tra azionisti", che può essere descritto come criterio di disciplina nell'attribuzione dei diritti sociali e che può essere così declinato: "*tutti i soci sono eguali tra di loro perché tutti sono possessori di azioni e perché tutti derivano i propri poteri dalle stesse, in conformità alle regole di imputazione giuridica proprie delle società per azioni*"⁵. Attribuendo ad ogni azione un voto soltanto si può attuare, sotto il profilo dei diritti amministrativi, il principio della "eguaglianza dei diritti delle azioni"⁶ il quale può essere visto, a sua volta, come una regola in grado di fornire in maniera indiretta una disciplina al principio poc'anzi citato che giustifichi una differenziazione nel "peso" posseduto dagli azionisti in certe situazioni societarie facendo dipendere proporzionalmente tale "peso" dal numero di azioni possedute⁷.

Oggetto di questa prima analisi sarà la dimostrazione dell'inesistenza di una qualsivoglia incompatibilità ontologica tra lo *strumento azionario* e tecniche di attribuzione dei diritti sociali, siano essi patrimoniali o amministrativi, basate su criteri diversi da quello della stretta proporzionalità tra numero di azioni possedute e numero di voti attribuiti, cui si fa riferimento con l'utilizzo dell'espressione in esame.

² Cfr. M. MAROCCHI, "Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata" in "Contratto e Impresa", 2014, 1, p. 221.

³ Cfr. A. PADOA SCHIOPPA, *Saggi di storia del diritto commerciale*, 1992, p. 130 e ss.

⁴ Prove evidenti di tale caratteristica delle azioni sono rinvenibili sia in molti paesi a economia avanzata, sia se si guarda alla storia della società per azioni nel nostro ordinamento. In relazione a quest'ultimo punto si dirà più avanti nella trattazione.

⁵ Cfr. G. D'ATTORE, "Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni", in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, 2007, 298, p. 100, Giuffrè.

⁶ Principio che trova oggi esplicito riconoscimento nell'art. 2348, il quale prevede che "*le azioni attribuiscono ai loro possessori eguali diritti*".

⁷ Cfr. G. D'ATTORE, *op. cit.*, p. 5.

Così facendo, si potrà dare contezza della legittimità della recente introduzione degli istituti delle *azioni a voto maggiorato* e *a voto plurimo*, che possono essere unitariamente qualificati come *azioni a voto potenziato, multiplo e ineguale*⁸.

Entrando maggiormente nel dettaglio, la locuzione “un’azione, un voto” può essere vista come una sintetica definizione di un modello di attribuzione del diritto di voto all’interno delle società azionarie che, nella sua piena applicazione, si caratterizza per la presenza dei tre seguenti “corollari”⁹:

- nessun voto senza azione (il voto è attribuito solo alla partecipazione azionaria);
- nessun’azione senza voto (ogni azione deve garantire, tra le varie prerogative che può attribuire al suo possessore, il diritto di voto in tutte le assemblee);
- ogni azione attribuisce un voto soltanto (c.d. divieto di emissione di azioni a voto plurimo).

Sulla base di ciò, il principio “un’azione, un voto” può essere enunciato in maniera rigorosa in questi termini: chi interviene e vota in assemblea ha a sua disposizione tanti voti quante sono le azioni per le quali è legittimato a votare¹⁰.

La contemporanea presenza di questi tre presupposti fa sì che il principio in questione possa essere definito come *principio di razionalità economica*, in grado di garantire, attraverso un criterio proporzionale, una perfetta correlazione positiva tra investimento azionario e potere di partecipazione alle decisioni di governo societario. In sostanza esso assicura che il potere di governo economico venga assegnato in funzione del rischio sopportato attraverso la partecipazione al capitale sociale di modo che chi più investe, essendo maggiormente esposto a risultati negativi, risulti maggiormente incentivato a massimizzare il valore aziendale tramite processi decisionali che conducano a scelte ponderate, prudenti e lungimiranti, essendo più esposto a andamenti negativi dello stesso.

Nonostante ciò, occorre evidenziare sin da subito come la regola di tendenziale *proporzionalità potere-rischio-responsabilità*¹¹ non sia in realtà criterio immanente nel nostro ordinamento, in quanto sin dai tempi del *Code de Commerce* francese del 1807, adottato parzialmente anche in Italia a partire dal 1 settembre 1808¹², non erano presenti specifiche disposizioni che imponessero l’adozione *stricto sensu* dello stesso¹³. Pertanto, ci si trovava di fronte ad un sistema che lasciava

⁸Cfr. V. CARIELLO, “Un formidabile strumento di dominio economico”: contrapposizioni teoriche, battaglie finanziarie e tensioni ideologiche sul voto potenziato tra le due guerre”, in *Quaderni fiorentini per la storia del pensiero giuridico moderno*, 2015, (44), p.492.

⁹ Cfr. A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, “Le azioni non si contano ma “si pesano”: superato il principio one share one vote con l’introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato”, in *Le Società*, 2014, p. 1049.

¹⁰ Cfr. M. S. SPOLIDORO, “Il voto plurimo: i sistemi europei” in *Rivista delle società*, 2015, 1, p. 136.

¹¹ Cfr. V. CARIELLO “Azioni a voto potenziato, voti plurimi senza azioni e tutela dei soci estranei al controllo”, in *Rivista delle Società*, 2015 (1) p. 177 e ss.

¹² Napoleone estese d’impero all’Italia i codici che per suo impulso la Francia si era data negli anni 1804-1810 e, tra questi, anche il *Code de Commerce*. Cfr. A. PADOA SCHIOPPA, *op. cit.*, p. 130 e ss.

¹³ Infatti, tra le scarse norme dedicate alle azioni e alle regole per la partecipazione alla vita societaria, il *Code de Commerce* prevedeva solamente che “*Il capitale della società anonima si divide in azioni ed anche in porzioni di uguale valore*” (art. 34). Tutto il resto veniva pertanto lasciato alla libera volontà convenzionale delle parti: “*Il*

grande spazio all'autonomia privata nella definizione della struttura di voto connessa alle singole categorie azionarie create dalle società e ciò era possibile in quanto nelle disposizioni allora vigenti non era rinvenibile un espresso divieto di emissione di azioni a voto plurimo, o meglio, non era previsto alcun tipo di regola o limite in materia di diritto di voto. Questa considerazione deve essere temperata con il fatto che, all'epoca, ci si trovasse in presenza di una disciplina del tipo "società per azioni" ancora embrionale e quindi lacunosa relativamente a diverse fattispecie.

Ciò non toglie che l'assenza di un siffatto divieto e la flessibilità ad essa connessa consentirono al contratto sociale di disciplinare piuttosto liberamente l'assegnazione del diritto di voto, permettendo, ad esempio, il voto capitario, le azioni a voto multiplo ovvero l'attribuzione del diritto di voto *"solo a coloro che possedevano una certa quota del capitale sociale con l'applicazione – tra coloro che raggiungono la soglia prefissata – ora del principio capitario, ora di quello capitalistico"*¹⁴.

Pertanto, già alle origini della società per azioni, la regola "un'azione, un voto", era considerata non tanto regola generale inderogabile, quanto, piuttosto, regola applicabile ma non cogente.

E, ancora, era – ed è tutt'ora – proprio la natura stessa dello strumento azionario a giustificare la derogabilità della regola di proporzionalità, essendo la funzione originaria dell'azione quella di consentire la più agevole circolazione dei diritti sociali in essa incorporati mediante l'assimilazione alla categoria più generale dei titoli di credito, con la conseguente applicazione delle norme per questi previste.

L'evidenza che da tale argomentazione viene fuori è che l'azione, quale strumento di circolazione dei diritti sociali, può essere vista come un mezzo totalmente neutro e indifferente sia rispetto alla quantità e alla natura dei diritti in essa incorporati, sia rispetto a come quegli stessi diritti sono attribuiti e che, pertanto, essa risulta pienamente compatibile con sistemi di attribuzione del diritto di voto non proporzionali.

contratto di società viene regolato dal diritto civile, dalle leggi particolari al commercio e dalle convenzioni delle parti" (art. 18).

¹⁴ La SALA, G.P., "Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni", Torino, Giappichelli, 2011.

1.1.2. Il Codice di Commercio: cenni.

La derogabilità del principio “un’azione, un voto” rimase una costante per tutto il XIX secolo e per la prima metà del secolo XX. Infatti, la prima versione del Codice di Commercio del 1865 espressamente prevedeva, all’art. 143, che lo statuto poteva determinare “*quando gli azionisti dovranno essere convocati in assemblea generale, le materie sopra le quali dovranno deliberare, il numero degli azionisti necessario alla validità delle deliberazioni e*” soprattutto, “*il modo in cui i medesimi eserciteranno il suffragio*”, con ciò riconoscendo implicitamente la possibilità di emettere azioni a voto potenziato. Analoga flessibilità venne riconosciuta con la nuova versione del Codice di commercio, quella del 1882, con la quale, tuttavia, il sistema del voto nelle società con capitale emesso in forma azionaria subì i primi cambiamenti. Infatti, in tema di deliberazioni assembleari, il nuovo Codice adottò una linea ben precisa con cui il legislatore dell'epoca si proponeva di graduare il diritto di voto evitando una corrispondenza automatica tra le azioni possedute da ciascun socio e il suo peso assembleare.

In particolare, ai sensi dell’art. 157 del Codice di commercio (1882), ogni socio si vedeva attribuito un voto se proprietario di un numero di azioni non superiore a cinque, un voto ogni cinque azioni se proprietario di un numero di azioni superiore e cinque ma sino alle cento unità. Infine, agli azionisti titolari di più di cento azioni veniva riconosciuto un voto ogni 25 azioni al di là delle prime cento.

La *ratio* di tale norma era quella di temperare il principio tradizionale del voto per teste con quello del voto proporzionale, in modo da garantire che la volontà sociale si formasse su base democratica¹⁵, tenendo però in considerazione anche lo specifico interesse economico vantato da ciascun azionista, misurato sulla base del numero delle azioni da questo possedute. In tal modo si operava anche una limitazione al c.d. *principio di eguaglianza formale delle azioni*¹⁶, poiché i diritti di voto attribuiti alle azioni si riducevano progressivamente in funzione della quota di capitale sociale posseduta dal socio e quindi, in sostanza, in funzione dell’elemento personale relativo alla sua figura. L’introduzione del *voto a scalare* come regola di default per l’attribuzione del diritto di voto era tuttavia liberamente derogabile¹⁷. Derogabilità attuabile sia *in melius* che *in peius*, con delle limitazioni normative da tenere però in considerazione in quest’ultima opzione. Era infatti previsto, all’art. 164, 1° comma, che ad ogni azionista dovesse essere riconosciuto in ogni caso il diritto di voto nelle assemblee generali. Pertanto, la modulazione dei criteri di attribuzione del voto tramite clausole statutarie era pienamente legittima sino al punto in cui essa non andasse a confliggere con tale norma cogente prevedendo, ad esempio, la possibilità di emettere azioni senza

¹⁵ Essendo comunque espressamente previsto che “*..le deliberazioni si prendono a maggioranza assoluta..*” (art. 157, Codice di commercio, 1882).

¹⁶ Con ciò intendendosi, genericamente, l’uguaglianza dei diritti, patrimoniali e amministrativi, incorporati in ciascuna azione. Cfr. G. D’ATTORE, *op. cit.*, 298.

¹⁷ “*Nell’atto costitutivo e nello statuto può essere derogato a tali disposizioni*”. Così recitava l’ultimo comma dell’art. 157 del Codice di commercio del 1882.

voto o tetti minimi di possesso azionario ai fini dell'esercizio del diritto di voto. Il quadro normativo vigente ai tempi del Codice di Commercio costituiva, pertanto, un sistema in cui si lasciava ampia autonomia ai privati nella determinazione delle regole di attribuzione dei diritti di voto nella società per azioni e in cui il principio della proporzionalità potere-rischio-responsabilità aveva una portata e un significato minore rispetto a quella che esso ricoprì successivamente, a partire dall'entrata in vigore del Codice civile del '42 nella sua versione originaria¹⁸.

Flessibilità delle norme da un lato e "duttilità" dello strumento azionario dall'altro, consentirono il fiorire, nella prassi, di molteplici tipologie di azioni speciali e, più in generale, di clausole statutarie¹⁹, differenziatesi tra loro per le modalità di attribuzione del diritto di voto. L'evoluzione normativa della disciplina delle società azionarie mostra, però, due evidenze altrettanto importanti.

Da un lato, da questo sistema iniziale caratterizzato, come più volte ricordato, da un'elevata flessibilità, prese le mosse un processo di *spersonalizzazione* e *standardizzazione* continua che coinvolge *in primis* le società quotate e che si muove in una direzione opposta, ossia verso la circoscrizione delle libertà statutarie²⁰. La ragione di questa inversione di tendenza, che già con lo stesso Codice di Commercio dal 1882 iniziò a manifestarsi, deve essere rinvenuta nella necessità di facilitare la negoziazione delle azioni nei mercati borsistici, così da garantire un più agevole ricorso al risparmio privato come fonte di finanziamento a titolo di capitale di rischio per iniziative di grandi dimensioni. Infatti, attraverso la "standardizzazione" dello strumento azionario, ossia attraverso l'equipollenza delle azioni l'una con l'altra in termini e di valore nominale e di diritti incorporati²¹, si voleva rendere lo strumento stesso più liquido sui mercati finanziari, consentendo all'investitore di sostenere minori oneri informativi in termini di diritti ottenibili con l'acquisto dell'azione e, conseguentemente, di realizzare una corretta valutazione del valore reale dell'investimento che egli ha intenzione di porre in essere²². Dall'altro lato, sempre ai fini della più facile trasferibilità dell'azione si affermò progressivamente il più volte citato principio di "*proporzionalità potere-rischio-responsabilità*": a un certo numero di azioni possedute deve corrispondere un numero uguale di diritti, là dove questi possano essere esercitati in una misura quantitativamente diversa in funzione proprio del numero di azioni di cui si è titolari²³. Con tale principio si diffuse così un concetto di "democrazia plutocratica", sulla base del quale si considera giusto, in termini di "equità", che chi più investe abbia diritto, in proporzione, ad un maggior

¹⁸ Cfr. M. MAROCCHI, *op cit.*, p. 222.

¹⁹ Il riferimento al termine "clausola" è necessario in quanto, come si vedrà più avanti, non sempre si può parlare di vere e proprie categorie di azioni quando si fa riferimento a fattispecie di voto potenziato.

²⁰ Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCIANO "La deviazione dal principio "un'azione, un voto" e le azioni a voto multiplo", 2014, pag. 494 e ss.

²¹ Inizia così ad affermarsi il principio di eguaglianza formale delle azioni (sul quale v. nota 14), sebbene non in forma assoluta e inderogabile. Infatti, lo stesso Codice di commercio del 1882 (R.D. 31 ottobre 1882, n.1062) prevedeva, all'art. 164, che "*Le azioni devono essere di eguale valore, e conferiscono ai loro possessori eguali diritti, se non è diversamente stabilito nello statuto*".

²² V. nota precedente.

²³ Cfr. M. MAROCCHI, *op. cit.* (nt. 18). Si fa riferimento al diritto agli utili e alla quota di liquidazione, al diritto di opzione e al diritto di voto.

numero di voti, che gli consenta di indirizzare le scelte societarie, e, di conseguenza, ad una maggior quota di utili o ad una maggiore sopportazione delle perdite, qualora tali scelte risultino rispettivamente vincenti o perdenti²⁴.

²⁴ Cfr. I. POLLASTRO, “Voto plurimo e voto maggiorato: prime considerazioni su ricadute e prospettive” in *Il nuovo diritto delle società*, 2015, n. 2, p. 46.

1.1.3. Verso una progressiva standardizzazione della partecipazione azionaria.

Attraverso i due processi poc'anzi evidenziati si realizza un percorso di cambiamento che diviene “definitivo” attraverso l'affermazione del *divieto di emissione di azioni a voto plurimo*, introdotto esplicitamente con l'art. 2351, comma 4, del Codice Civile del '42.

Un percorso di cambiamento emblematico e significativo, caratterizzato da un vivace dibattito che prese il via contestualmente alla nomina, con r.d. 3 giugno 1924, della Sottocommissione B per la predisposizione del testo di un nuovo codice di commercio²⁵, incentrato sulla possibilità di emettere categorie di azioni speciali, ossia dotate di diversi diritti rispetto a quelli conferiti dalle azioni ordinarie. Dibattito il cui punto focale concerneva proprio la possibilità di emettere azioni dotate di diritti di voto “potenziato”, le quali avevano già trovato applicazione nella prassi del nostro paese²⁶ e sulle quali, tuttavia, la legislazione dell'epoca non forniva risposte in termini di validità.

L'analisi dei contrasti che emersero in sede di discussione del progetto del nuovo codice di commercio è fondamentale per gli scopi dello studio che si intende condurre con il presente lavoro, poiché consente da un lato, di evidenziare l'esatto momento storico a partire dal quale il tema delle azioni a voto potenziato è diventato di vivo interesse all'interno del nostro ordinamento e, dall'altro, di individuare alcuni dei quesiti che, di fatto, si sono ripresentati, sebbene con connotati diversi, a seguito della novella del decreto competitività del 2014, ossia se tale istituto:

- sia caratterizzato da un rapporto di interdipendenza con l'istituto, per certi versi opposto, che consente una totale o parziale compressione del diritto di voto;
- determini sempre delle conseguenze negative per le minoranze azionarie poiché assicurando un potenziamento del potere di controllo proprio degli azionisti di maggioranza - a seguito di un incremento dei diritti di voto più che proporzionale rispetto al numero di azioni sottoscritte – incentivi questi ultimi a perseguire interessi privati piuttosto che l'interesse sociale.

Va immediatamente sottolineato che la proposta di riforma avanzata all'epoca era volta a dare riconoscimento alla figura delle azioni a voto plurimo con un temperamento: in caso di emissione, il numero complessivo dei voti ad esse spettanti avrebbe dovuto essere inferiore al numero dei voti attribuito alle altre azioni²⁷. La formulazione di una “proposta-compromesso” – di una proposta, cioè, di riconoscimento dell'istituto temperata da un limite di emissione variabile in funzione del numero di voti attribuito a ciascuna azione a voto plurimo – evidenzia quindi le perplessità che da sempre l'istituto in esame ha suscitato in dottrina e in giurisprudenza, provocando una divisione tra sostenitori e contrari del *voto ineguale*.

²⁵ Sottocommissione D'Amelio, così chiamata poiché presieduta dallo storico giurista Mariano D'Amelio.

²⁶ Principalmente, nella forma delle azioni a voto plurimo. Si v. il paragrafo precedente.

²⁷ Cfr. M. Bione “*Il voto multiplo: digressioni sul tema*” in “Giurisprudenza commerciale”, 2011, 5, p. 663 e ss.

Nonostante il temperamento previsto, il progetto non trovò accoglimento poiché la maggioranza dei componenti della sottocommissione aveva il timore che il voto plurimo facilitasse troppo *“l’infeudamento delle società anonime a ristretti gruppi finanziari i quali, sicuri della loro stabilità, potrebbero finire per curare più gli interessi propri che quelli della maggioranza degli azionisti”*²⁸.

La principale criticità delle azioni a voto potenziato veniva pertanto ravvisata nella possibilità che con esse si sarebbe potuto consentire a “ristretti gruppi finanziari”, ossia principalmente banche detentrici, individualmente o collettivamente, di una parte rilevante di capitale sociale, di ottenere il controllo stabile tramite “un abile colpo di borsa”²⁹ e disinteressarsi del bene della società per estrarre i c.d. *benefici privati del controllo*³⁰, a discapito della crescita di lungo periodo.

La critica negativa manifestata da autorevoli esponenti della dottrina economica dell’epoca³¹, era motivata soprattutto dal contesto economico allora esistente, caratterizzato dal controllo degli istituti bancari³² sulle principali imprese italiane, specie su quelle appartenenti al settore dell’industria bellica. Pertanto, il forte interesse al riconoscimento legislativo delle azioni a voto potenziato, era motivato dalla possibilità di utilizzare l’istituto in esame per esercitare un potere di comando sulle partecipate, beneficiando di un minore immobilizzo di capitale e sopportando, conseguentemente, un minor rischio. Citando le parole dell’economista liberale Attilio Cabiati³³, il principale timore era dovuto *“all’opposizione di interessi che spesso si viene così a manifestare fra un organismo produttivo ed uno eminentemente speculativo”*, timore al quale, sempre secondo Cabiati, il “progetto Vivante” non dava alcuna risposta³⁴.

A seguito del respingimento della proposta avanzata da Cesare Vivante, alla Sottocommissione sembrò che una proposta più moderata³⁵ fosse quella di consentire alle società azionarie l’emissione di azioni non a voto potenziato, bensì a voto limitato³⁶, le quali possono essere considerate come l’altra faccia della medaglia rispetto all’istituto del voto multiplo, seppur con dei contemperamenti³⁷. Infatti, riconoscendo tale facoltà il risultato ottenibile è analogo poiché: *“tolto a queste azioni il diritto di voto”*, seppure limitatamente a particolari argomenti, *“le azioni ordinarie*

²⁸ *Relazione sul progetto*, (nt.1), pp. 75 e ss.

²⁹ V. nota precedente.

³⁰ Espressione con cui si fa riferimento alle varie forme di utilità privata godute in maniera esclusiva e non condivisa dai soggetti economici che esercitano il controllo societario. Questa la definizione data da Jensen e Meckling: *“the value that controlling shareholders can extract to the detriment of minority shareholders”*. Cfr. JENSEN M.C. & MECKLING W.H., “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure”, in *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, pp. 305-360.

³¹ Cfr. A. CABIATI, “il progetto del nuovo codice di commercio e le azioni privilegiate” in Riv. dir. comm., 1926, I, 9 ss.; L. EINAUDI, “A favore delle azioni privilegiate (ma non di quelle a voto plurimo)”, in *La Riforma Sociale*, 1934, 626 ss.

³² Emblematicamente, una posizione di massimo favore per le azioni a voto plurimo era stata assunta dalla Banca Commerciale Italiana.

³³ V. nota precedente.

³⁴ Il primo progetto di riforma era stato presentato dal giurista Cesare Vivante.

³⁵ Sulle ragioni di tale moderatezza v. *supra*.

³⁶ Limitazione però possibile solo per alcuni argomenti di competenza dell’assemblea straordinaria.

³⁷ V. nota 20.

possono automaticamente compiere quella stessa funzione di azioni di comando, che nell'altro sistema si vorrebbe compiuta dalle azioni a voto plurimo"³⁸.

La posizione di netto contrasto all'introduzione delle azioni a voto potenziato non sfociò, tuttavia, nell'affermazione del suo logico corollario, ossia il divieto di emissione delle stesse, esprimendo, inoltre, l'avviso che le azioni a voto limitato potessero "rimanere nel codice anche accanto alle azioni a voto plurimo, qualora queste, in una fase successiva dei lavori legislativi, dovessero esservi accolte"³⁹.

Attraverso questi progetti si giunse al codice civile del 1942, il quale se da un lato accoglie la figura delle azioni a voto limitato, con le prerogative ulteriori di fissarne il limite di emissione nella misura della metà del capitale sociale e di prevedere che esse non potessero determinare limitazioni su materie oggetto di delibera dell'assemblea straordinaria, dall'altro sancisce in maniera perentoria il divieto di emissione di azioni a voto plurimo⁴⁰.

Le tre regole definite come "corollari" del principio "un'azione, un voto" si affermarono esplicitamente nel nostro ordinamento con il codice civile del '42, ma lo fecero non nella forma piena di cui si è data contezza ad inizio capitolo, in quanto la seconda di queste regole, ossia quella che recita sinteticamente "nessun azione senza voto", doveva essere corretta in questo modo: "nessun azione senza voto, anche se solo per le delibere dell'assemblea straordinaria". In sintesi, nel momento di massima espressione del principio in esame, lo stesso trovava già il suo primo *vulnus* con il riconoscimento della facoltà di emettere azioni a voto limitato.

Prima di procedere oltre è bene fare delle prime considerazioni, poiché questa iniziale e sintetica ricostruzione di storia del diritto societario consente di dare una prima risposta ai due quesiti che si sono posti all'inizio del paragrafo:

- in merito al primo, possiamo concludere che *azioni a voto potenziato* e *azioni a voto limitato* sono sicuramente degli istituti tra loro interrelati, in quanto entrambi consentono il raggiungimento del medesimo scopo, quello di garantire a un "*controlling shareholder [o a controllanti congiunti] to maintain control without continuing to own the majority of the equity in the company*"⁴¹, ma anche non così simmetrici in termini del *quantum* necessario per mantenere il controllo, poiché le seconde limitano il voto, ma non lo annullano, mentre le prime potrebbero, non solo raddoppiarlo, ma anche triplicarlo, quadruplicarlo e così via;

³⁸ V. nota 27.

³⁹ *Relazione sul progetto*, (nt.1), 81. Situazione che, evidentemente, si è verificata con la recente introduzione del voto plurimo e maggiorato.

⁴⁰ L'art. 212 delle Disposizioni per l'attuazione del Codice Civile e disposizione transitorie prevede che "1. *Le azioni a voto plurimo, esistenti al 27 febbraio 1942, nonché quelle emesse a norma dell'ultimo comma, potranno essere conservate per tutta la durata della società emittente prevista dall'atto costitutivo o dalle modificazioni di questo anteriori alla data su indicata.* 2. *Dalla data predetta sono vietate anche per le società esistenti le emissioni di azioni a voto plurimo. Sono nulle altresì le deliberazioni con le quali si attribuisce alle azioni a voto plurimo esistenti un maggior numero di voti.*".

⁴¹ Cfr. CARIELLO, *op. cit.* (nt. 11), pag.178 e ss.

- in merito al secondo, le azioni a voto potenziato possono essere qualificate come “azioni di comando”, che consentono cioè di raggiungere la maggioranza dei voti esercitabili in assemblea senza la detenzione di una corrispondente partecipazione di maggioranza nel capitale sociale, e che, probabilmente, possono avere delle conseguenze negative per le minoranze azionarie, in quanto nelle società caratterizzate dalla presenza di un azionista di controllo tali azioni potrebbero essere utilizzate da quest’ultimo per smobilizzare parte del proprio investimento e fare cassa – con la garanzia del mantenimento del controllo – riducendo così il livello di rischio correlato all’investimento medesimo. Conseguentemente, l’azionista di controllo potrebbe essere maggiormente incentivato ad intraprendere, nella determinazione delle scelte concernenti gli indirizzi strategici societari, un percorso orientato al guadagno personale piuttosto che al soddisfacimento dell’interesse sociale consistente nella crescita del valore d’impresa nel lungo periodo⁴².

In merito a quest’ultimo punto si deve però sottolineare che non sempre le “azioni a voto potenziato” costituiscono uno strumento suscettibile di determinare una lesione degli interessi delle minoranze azionarie, essendo piuttosto necessario operare un’analisi sulla base del caso concreto. Essendo proprio questo il tema di ricerca del presente lavoro, ovverossia cercare di individuare i fattori suscettibili di modulare suddetta relazione tra azioni a voto potenziato e tutela degli interessi delle minoranze, per la formulazione di un tentativo di risposta più articolato si rimanda ai capitoli successivi, là dove alle risultanze dell’indagine storica che si sta ora conducendo si aggiungeranno delle considerazioni ulteriori basate sulle risultanze e di un’analisi della letteratura teorica ed economica sul tema e di un’indagine empirica applicata al contesto italiano.

⁴² Si fa riferimento, in particolare, al maggior incentivo all’estrazione dei c.d. “benefici privati del controllo” che il socio di controllo avrebbe nella fattispecie prospettata. In tal caso infatti, l’eventuale perdita di valore dell’impresa societaria che il fenomeno anzidetto può determinare, andrebbe ad incidere in maniera minore sulla sfera economica del socio di controllo, proprio in conseguenza della riduzione della sua partecipazione al capitale sociale.

1.2. La riforma organica del diritto societario del 2003: la nuova disciplina del diritto di voto

1.2.1. L'erosione del principio di proporzionalità potere-rischio-responsabilità.

Dopo l'affermazione del divieto di emissione di azioni a voto plurimo cominciò un processo inverso, caratterizzato dalla progressiva erosione del principio "un'azione-un voto", che, in realtà, partì proprio dal codice civile del '42, in cui è possibile rintracciare le reali intenzioni del legislatore, ben lungi da rendere centrale e essenziale, nel nostro diritto delle società per azioni, tale principio. Secondo una parte della dottrina, da un'interpretazione letterale del codice poteva trarsi come conclusione che il processo di standardizzazione della partecipazione azionaria - attraverso il quale si giunse a un sempre più forte riconoscimento normativo del principio di proporzionalità - non aveva coinvolto, in realtà, il diritto di voto⁴³. All'art. 2351 c.c. era previsto infatti che "ogni azione attribuisce il diritto di voto": si parlava, pertanto, di diritto "di" voto e non di diritto a "un" voto. Inoltre, anche la norma introduttiva delle azioni a voto limitato doveva essere vista come un intaccamento, e non di poco conto, del principio "un'azione, un voto", poiché poteva impedire, nella sua applicazione in misura massima, alla metà delle azioni di votare su delibere assembleari aventi ad oggetto importanti decisioni, quale ad esempio quella relativa alla nomina degli amministratori.

In ogni caso, si deve evidenziare che sebbene il codice civile del 1942 lasciasse anch'esso all'autonomia statutaria la possibilità di attuare regole di attribuzione del diritto di voto diverse dal criterio proporzionale, erano vietate esplicitamente le soluzioni più estreme: il voto potenziato e le azioni senza voto.

La progressiva erosione cui si è appena fatto cenno, prosegue attraverso l'introduzione, con legge 7 giugno 1974, n. 216, delle azioni di risparmio le quali, sebbene circoscritte alle sole società quotate, comportavano una totale elisione della possibilità di partecipare alla formazione della volontà sociale, essendo caratterizzate dalla totale privazione del diritto di voto e di intervento nell'assemblea generale a fronte di particolari privilegi di natura patrimoniale⁴⁴. Entrò così per la prima volta a far parte del diritto italiano una figura azionaria priva *a priori* del diritto di voto. L'esigenza cui si andava incontro con l'introduzione di questa particolare tipologia di azione era quella di sollecitare il risparmio privato poiché destinatari privilegiati dello strumento erano, e sono tutt'ora, i c.d. *soci risparmiatori* o *soci investitori* ossia interessati esclusivamente al proprio investimento in termini di rendimento ottenibile sul mercato azionario. Essi, titolari di una partecipazione al capitale sociale di importo limitato che comporta dei costi di esercizio dei diritti

⁴³ Sul punto Cfr. CARIELLO, *op. cit.*, p. 498 (nt. 71).

⁴⁴ Privilegi godibili nella ripartizione degli utili (mediante una percentuale di maggiorazione del dividendo), nella partecipazione alle perdite (mediante la postergazione rispetto agli altri soci) e in sede di liquidazione della società (attraverso la preferenza riconosciuta al titolare nel rimborso del loro valore nominale). Cfr. M. BIONE, "Il voto multiplo digressioni sul tema", p. 668/I.

sociali superiori al beneficio ottenibile tramite l'esercizio degli stessi, assumono un atteggiamento di "apatia razionale", comportante il ben noto fenomeno dell'assenteismo assembleare⁴⁵.

Tra l'altro, la rottura del binomio "potere-rischio" che con tale novella si venne a creare è ancor più forte di quanto avvenne con l'introduzione delle azioni a voto limitato, in quanto quest'ultime garantiscono sia il diritto di intervento nelle assemblee sia il diritto di voto seppur, appunto, limitato, mentre le azioni di risparmio escludono il proprio legittimo titolare da qualsiasi possibilità di ingerenza "indiretta" nella gestione pur continuando ad esporlo al rischio d'impresa, anche se in maniera leggermente attenuata grazie ai privilegi patrimoniali che esse incorporano.

Proprio a causa di tale "rivoluzione" c'era chi all'epoca sostenne che le azioni di risparmio nonostante il *nomen* ad esse attribuito dalla legge non fossero in realtà qualificabili come azioni, bensì come titoli rappresentativi di un rapporto giuridico diverso da quello esistente tra società e soci⁴⁶.

Tale deroga al principio di proporzionalità restò circoscritta alle sole società quotate, sino alla riforma delle società di capitali del 2003, a seguito della quale le deviazioni riconosciute legislativamente divennero così numerose e "pesanti" da creare un sistema in cui, come era all'origine con il Codice di commercio, ampio spazio veniva lasciato all'autonomia privata nella scelta del criterio di attribuzione dei diritti sociali in generale e del diritto di voto in particolare.

È con tale riforma, infatti, che il *vulnus* arrecato dall'introduzione delle azioni di risparmio al principio "un'azione, un voto" venne esteso al tipo "società per azioni", senza fare distinzioni tra quotate e non quotate, mediante l'introduzione della figura delle azioni senza voto, disciplinate all'art. 2351 c.c.⁴⁷. Le motivazioni alla base di questo cambiamento di rilevante impatto sistematico sono rintracciabili nella Legge Delega della riforma del diritto societario (L. 3 ottobre 2001, n.366), là dove da un lato si prevedeva all'art. 4, comma 6, tra gli obiettivi principali perseguiti in tema di disciplina delle azioni quello di disciplinare *"la possibilità, i limiti e le condizioni di emissione di strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi"*, e dall'altro, all'art. 2, comma 1, lett. d) che uno dei principi ispiratori della riforma era proprio quello di *"ampliare gli ambiti dell'autonomia statutaria, tenendo conto delle esigenze di tutela dei diversi interessi coinvolti"*, con ciò intendendosi consentire ai soci di regolare autonomamente i rapporti reciproci e la propria partecipazione alla società, permettendo alla stessa di reperire in maniera più agevole le risorse necessarie alla realizzazione dell'oggetto sociale entro però circoscritti limiti individuati dal legislatore a tutela degli interessi "altri" rispetto a quelli propri dei soci in grado di dirigere i lavori assembleari, con particolare riguardo a quelli tipici degli

⁴⁵Cfr. M. CAMPOBASSO, "La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alla società per azioni orizzontale" in *Banca, Borsa e titoli di credito*, 2015, 2, 139-161.

⁴⁶C'è chi, ad esempio avanzava la tesi della qualificazione del rapporto sottostante alle azioni di risparmio come mutuo assistito da una clausola parziaria. Per approfondimenti Cfr. Spada, *Le azioni di risparmio*, in *Riv dir, civ.*, 1974, II, 585 ss.

⁴⁷Su cui vedi *infra*.

azionisti di minoranza. Il perseguimento di tali finalità nell'ambito della disciplina della società per azioni portò sostanzialmente all'affermazione all'interno dell'ordinamento del principio di "atipicità della partecipazione azionaria"⁴⁸, e, contemporaneamente, alla tipizzazione di numerose ipotesi di deviazione dal principio "un'azione, un voto"⁴⁹, con ciò evidenziandosi come nell'ottica del legislatore della riforma il contenuto della partecipazione azionaria venne considerato un "affare privato dei singoli soci"⁵⁰. Si intendeva privilegiare in tal modo un'ottica di *free bargaining*, in virtù della quale l'autonomia statutaria può liberamente modulare il contenuto delle azioni poiché è il mercato il giudice ultimo che valuta la loro appetibilità.

⁴⁸Ex. art. 2348 testo vigente in data 1 gennaio 2004.

⁴⁹Ex art. 2351 testo vigente in data 1 gennaio 2004, da alcuni autori evidenziata come disposizione espressiva del principio di atipicità delle categorie azionarie sul versante dei diritti amministrativi. V. per tutti N. ABRIANI "Le azioni e gli altri strumenti finanziari", in *Trattato Cottino* (Padova, 2010), IV, t. 1, 231.

⁵⁰Cfr. nota 49.

1.2.2. Deroche al principio capitalistico del voto.

È allora quanto mai opportuno, ripercorrere le numerose deroghe al criterio della proporzionalità tra numero di azioni possedute e diritti di voto esercitabili introdotte, come già accennato nel precedente paragrafo, dalla riforma del diritto societario del 2003 con la quale i processi di “standardizzazione” della partecipazione azionaria e di “democratizzazione” della società per azioni che erano stati intrapresi con la codificazione civilistica, si arrestarono definitivamente e, anzi, si capovolsero completamente, lasciando spazio a diversi istituti giuridici che resero il sistema normativo ampiamente eterogeneo, con l’intenzione di porre rimedio all’esigenza di non restare svantaggiati rispetto agli altri paesi europei in un contesto caratterizzato – in conseguenza del veloce e rapido processo di globalizzazione e integrazione economica – da una sempre più intensa concorrenza tra gli ordinamenti. In tal senso, il riferimento va all’art. 2351 c.c., ovviamente nel testo antecedente la novella del 2014, in cui trovano collocazione diverse tipologie azionarie.

Già si è fatto cenno alla figura delle *azioni senza voto*, l’introduzione delle quali oltre a estendere, come già anticipato, la possibilità di emettere azioni prive di voto alle società non quotate, consentì l’esclusione del voto senza la necessità di dover riconoscere all’azionista un qualche tipo di privilegio patrimoniale come misura di “rimedio” alla compressione da questi subita in termini di diritti amministrativi.

A ciò si aggiunga che la privazione del voto e della partecipazione⁵¹ in qualsivoglia assemblea, sottrae ai soci titolari di tali azioni qualsiasi possibilità di manifestare il proprio assenso/dissenso in qualsiasi questione di rilevanza assembleare, tra cui, evidentemente, anche quelle riguardanti la nomina dei membri degli organi di amministrazione e controllo⁵² e non è questione di poco conto, in quanto ciò che con la regola proporzionale si vuole assicurare è proprio che ciascun socio abbia quantomeno voce in capitolo, sebbene con diversa “considerazione”. Sotto questo profilo risulta evidente il divario che si venne a creare tra vecchia e nuova disciplina, tra azioni a voto limitato e azioni senza voto: mentre le prime consentono comunque l’espressione dei *diritti di voto e di intervento in assemblea*, le seconde, eliminando del tutto tali prerogative, determinano l’annullamento totale sia del legame fiduciario tra i soci complessivamente considerati e gli amministratori - che proprio con la deliberazione di nomina si instaura⁵³ -, sia della possibilità di incidere, in via mediata, sulla gestione.

A fianco a tale previsione normativa di non poco conto, permase, con la riforma del 2003, il divieto di emissione di azioni a voto plurimo, con ciò generandosi una apparente contraddizione. Per comprendere meglio tale considerazione è opportuno un breve ragionamento: privare del voto una

⁵¹ Ricordando che è lo stesso art. 2351 a sancire che siano legittimati ad intervenire in assemblea solamente coloro che abbiano la possibilità di esercitare nella stessa, anche in relazione alle materie all’ordine del giorno, il diritto di voto.

⁵² Là dove tale nomina sia di spettanza dell’Assemblea degli azionisti, il che dipende dal sistema di amministrazione e controllo in concreto adottato dalla società.

⁵³ Cfr. M. BIONE, *op. cit.* (nota 27), p. 669/I.

determinata categoria azionaria va ad aumentare il numero di voti alle altre spettanti, dando così luogo ad una situazione analoga a quella caratterizzata dalla compresenza di azioni a voto potenziato che danno diritto a due voti e azioni ordinarie, ossia attributive di un unico voto⁵⁴.

L'unica spiegazione che sembrerebbe poter essere data alla permanenza del divieto di emissione di azioni a voto plurimo nella riforma del 2003 è quella che siffatto divieto costituisse in realtà un mero residuo del passato, frutto di una "svista" del legislatore. Tesi che può essere avvalorata se si pensa che un risultato analogo a quello ottenibile mediante l'emissione di azioni a voto multiplo può essere realizzato, oltre che con azioni senza voto, anche mediante l'applicazione della norma che concerne la possibilità di assegnare le azioni ai soci in maniera non proporzionale alle quote di capitale sociale sottoscritte (ex. art. 2346, comma 4, cod. civ., vecchio testo): sottoscrivendo, ad esempio, il 26% del capitale un socio potrebbe vedersi assegnare un numero di azioni dal valore nominale complessivo pari al 52% del totale delle azioni emesse, realizzando lo stesso risultato ottenibile mediante l'attribuzione di un numero di azioni di valore complessivo corrispondente 26% del capitale, ma dotate di voto triplo⁵⁵.

La riforma ha introdotto altri diversi istituti operanti nella medesima direzione: si pensi alle azioni con voto limitato ad una misura massima e a voto scaglionato, per le sole società "chiuse" (ex art. 2351, comma 3)⁵⁶; alle azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti o subordinato al verificarsi di determinate condizioni non meramente potestative (ex art. 2351, comma 2); alle azioni correlate ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore (ex. art. 2350)⁵⁷. Assieme a queste figure il legislatore della riforma ha previsto, con formula generale, all'art. 2348, 2° comma, cod. civ., la possibilità di emettere *"categorie di azioni ulteriori rispetto a quelle tipizzate dalla legge e fornite di diritti amministrativi e/o patrimoniali diversi anche per quanto riguarda l'incidenza delle perdite; in tal caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie"*⁵⁸.

Tra l'altro, a fianco di tali fattispecie, che fanno comunque riferimento allo strumento azionario, il legislatore della riforma ha introdotto la possibilità che la s.p.a. *"a seguito dell'apporto di soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali e anche di diritti amministrativi"*⁵⁹, tra cui è possibile far rientrare anche il diritto di voto, seppure

⁵⁴Cfr. M. BIONE, op. cit., pag. 671/I.

⁵⁵Cfr. M. BIONE, op. cit., pag. 671/I.

⁵⁶Cfr. G. CAMPOBASSO, "Manuale di diritto commerciale", 2015. Le prime, anche dette *azioni a tetto massimo*, prevedono l'introduzione di una soglia massima ossia un numero massimo di azioni per le quali il voto è attribuito, con ciò non riconoscendo il diritto di voto per le azioni eccedenti tale soglia. La seconda fattispecie, riguardante le c.d. *azioni con voto a scalare*, comporta un incremento dei diritti di voto spettanti al singolo socio all'aumentare delle azioni possedute secondo un criterio meno che proporzionale. Si può richiamare, in via esemplificativa, la regola prevista dal Codice di commercio del 1882 che per la prima volta introdusse esplicitamente tale figura nel nostro ordinamento.

⁵⁷Tale categoria, assimilabile alle azioni ordinarie, assume qui rilevanza poiché in conseguenza dei particolari diritti patrimoniali associati ai risultati dell'attività nel settore di correlazione si presta, in genere, a compressioni del diritto di voto.

⁵⁸Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCiano, op. cit., p. 499.

⁵⁹Ex art. 2346, comma 6, c.c.

limitatamente a determinati argomenti “*specificamente indicati*”⁶⁰ nello statuto. In sostanza, considerando tutte le modifiche introdotte, di fatto, i tre corollari del principio “un’azione-un voto” che avevano trovato affermazione con la codificazione civilistica subirono, a seguito di questo cambiamento di sistema, un forte ridimensionamento. In *primis*, la regola “nessun voto senza azioni” subì una parziale deroga a causa della nuova figura dei c.d. *strumenti finanziari partecipativi*, appena descritta, con cui si introdusse per la prima volta la fattispecie del “voto senza azione” all’interno dell’ordinamento. Secondariamente, anche la regola “nessuna azione senza voto” venne ampiamente derogata tramite l’estensione, di fatto, della categoria delle *azioni senza voto* anche alle società non quotate, tramite l’introduzione, come poc’anzi evidenziato, *delle azioni a voto condizionato*, *delle azioni a tetto massimo* e con *voto a scalare* e tramite, infine, la conferma della *azioni a voto limitato*.

Le due deroghe appena esposte richiedono una prima importante considerazione, ossia che esse non sono tra loro completamente coerenti, bensì lasciano spazio a delle contrapposizioni: da una parte, consentire la creazione di diverse categorie azionarie lascia trapelare l’intenzione di mettere a disposizione delle società un maggior numero di strumenti per raccogliere risorse finanziarie, così da permettere di scegliere il mezzo più adatto alla propria realtà aziendale; dall’altra, introdurre dei sistemi di attribuzione del diritto di voto non proporzionali non significa che tali sistemi siano sempre in grado di “*attrarre ulteriore capitale di rischio*”, potendo in alcuni casi “*produrre un effetto negativo sulla propensione all’investimento dei soci*”⁶¹.

Questa contrapposizione emerge proprio dall’analisi delle deviazioni che a seguito della riforma sono divenute legittime, determinando una serie di situazioni di “rischio senza potere”⁶², ossia fattispecie in cui a fronte di un conferimento di risorse – un investimento a titolo di capitale di rischio, per l’appunto – non spetta, o comunque spetta in misura inferiore rispetto ai mezzi impiegati, un potere d’ingerenza nella formazione della volontà sociale.

In conclusione, quello che rimase invariato con la riforma del 2003 rispetto alla codificazione civilistica originaria, era il divieto di emissione di azioni a voto plurimo, la cui permanenza evidenzia una maggiore diffidenza verso il fenomeno opposto, ovverossia quello di “potere senza rischio”. Permanenza, tra l’altro, che, come già anticipato, poteva apparire nel nuovo quadro delineato dalla riforma come una “dimenticanza” del legislatore, un retaggio del passato. Tuttavia, la realtà è ben diversa poiché durante i lavori preparatori della riforma si accese un intenso dibattito tra chi voleva veder ribadito il divieto, chi, al contrario, voleva ottenerne la soppressione e chi, in una posizione intermedia, prediligeva l’ammissibilità di azioni a voto potenziato temperata dall’attribuzione di un numero massimo di voti⁶³. Il fatto che in sede di lavori preparatori si fosse

⁶⁰ Ex art. 2351, comma 5, c.c.

⁶¹ La Sala, 2011, op.cit., p. 21.

⁶² Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D’ERAMO, N. LINCiano, *op cit.*, p. 502.

⁶³ Cfr. “La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Tesi e materiali”, Milano, Giuffrè, 2006, 1684. Soluzione poi in concreto adottata con il Decreto competitività 2014.

dibattuto sull'opportunità di mantenere il divieto in questione è un chiaro indice della consapevolezza del legislatore circa la scelta in concreto adottata⁶⁴. E allora non resta che analizzare la reale *voluntas legislatoris* celata dietro tale scelta – tra l'altro considerata da alcuni come espressione della permanenza, a livello normativo, del principio generale di proporzionalità “potere-rischio-responsabilità”⁶⁵ – per poi poter cercare di comprendere meglio le ragioni che, al contrario, hanno spinto il legislatore del 2014 ad introdurre le azioni a voto potenziato nel nostro ordinamento e ad abbattere siffatto divieto.

⁶⁴ Cfr. M. BIONE, op. cit., p. 672/I.

⁶⁵ Così, per tutti, LA SALA, “Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni”, Torino, 2011, 1.

1.2.3. *Il divieto di emissione di azioni a voto plurimo: ultimo limite all'autonomia statutaria.*

La permanenza del divieto *de quo* è sicuramente confliggente con il percorso di erosione del principio di proporzionalità potere-rischio - di cui il principio “un’azione, un voto” è espressione - di cui si è data contezza nei precedenti paragrafi. Occorre allora interrogarsi su quali sono state le ragioni che hanno spinto il legislatore del 2003 a mantenere in vita quest’ “ultimo baluardo” che può considerarsi espressione di una forte compressione all’ampio spazio accordato a livello di “sistema” all’autonomia statutaria, con ciò risultando massima la possibilità di deviare dalla regola “un’azione, un voto” *in minus*, minima, anzi, inesistente, quella di deviare *in maius*.

Poiché nulla emerge dall’analisi dei lavori preparatori alla riforma, non può che darsi un’interpretazione basata sui dati storici da cui si evince che il divieto in esame rispondeva all’intento di evitare una concentrazione del potere in “*un’aliquota di capitale sociale eccessivamente modesta e tale da oltrepassare quei limiti entro i quali, almeno nell’ottica del legislatore, può ancora parlarsi di correlazione tra potere e rischio*”⁶⁶.

È proprio tale preoccupazione che aveva spinto la Sottocommissione d’Amelio a rigettare la proposta contenuta nel progetto Vivante, preoccupazione di cui il legislatore del 2003 ha sicuramente tenuto conto alla luce delle già numerose deroghe introdotte e della definitiva rottura che si sarebbe potuta determinare con l’introduzione anche di azioni a voto potenziato.

Anche se quanto detto sinora può apparire abbastanza intuitivo, un esempio concreto può chiarire i termini del problema presentato. Si consideri una società con capitale sociale pari a 100 composto da 100 azioni di valore nominale unitario di cui 50 azioni ordinarie e le restanti 50 prive del diritto di voto. In una situazione del genere, per ottenere il controllo di diritto della società, sarebbe sufficiente detenere la metà più uno delle azioni ordinarie, ossia il 26% del capitale sociale. Si ipotizzi ora che delle 50 azioni dotate di voto, 20 siano dotate di voto doppio. In tale seconda ipotesi basterebbe il possesso di queste ultime (che portano seco 40 voti, contro i 30 spettanti alle altre azioni), per esercitare il controllo con una percentuale di capitale ancora più bassa (pari al 20%). Si ipotizzi, infine, un ulteriore scenario in cui tra le 50 azioni dotate di diritto di voto ve ne siano 15 cui è attribuito voto triplo. In tal caso basterebbe, nuovamente, il possesso di queste ultime (che incorporano complessivamente 45 voti, contro i 35 spettanti alle restanti azioni), per esercitare il controllo con un’aliquota del capitale sociale pari al 15%. Se si vuole formalizzare quanto appreso tramite l’esemplificazione proposta si può in primo luogo constatare che il diritto di voto rilevi in termini di potere per il numero assoluto di voti che ciascuna azione attribuisce in rapporto al totale dei voti che possono essere espressi in assemblea. In termini ancora più rigorosi, il numero di azioni necessarie per il controllo di diritto (C) di una società è dato dal rapporto tra numero dei voti

⁶⁶ Così si esprime M. BIONE, *op. cit.*, p. 674/I.

esercitabili in assemblea (V) e la somma del multiplo applicabile alle proprie azioni (k) più 1, il tutto aggiunto di 1⁶⁷:

$$C = \frac{V}{k + 1} + 1.$$

Secondariamente, l'esempio presentato evidenzia come in tutte le ipotesi di cumulo di *azioni senza voto* e *azioni a voto plurimo*⁶⁸ mantenendo costante il numero delle azioni prive del diritto di voto la percentuale di capitale sociale necessaria per avere il pieno controllo della società si riduce in maniera progressiva in ragione sia del numero di azioni che attribuiscono il voto multiplo, sia del numero di voti a ciascuna di queste spettanti.

In conclusione, il divieto *de quo* viene ad assumere un significato nuovo, ossia quello di limite al di là del quale la sproporzione tra potere di governo della società e rischio sopportato non può andare, limite fissato nella misura di un quarto del capitale sociale.

Detto ciò non resta allora che cercare di comprendere le ragioni che hanno spinto il legislatore del 2014 a derogare definitivamente a tale limite mediante l'introduzione delle azioni a voto plurimo per le società non quotate e delle azioni con voto maggiorato, per le società quotate⁶⁹, con ciò introducendo la possibilità in astratto di configurare fattispecie di cumulo tra azioni senza voto e azioni a voto potenziato che risultavano precluse prima di tale riforma.

⁶⁷ Cfr. C. ANGELICI, "Problemi d'attualità: voto maggiorato, voto plurimo e modifiche all'Opa", in *Giurisprudenza Commerciale*, 2015, 1, p.216/l.

⁶⁸ Lo stesso potrebbe avvenire con il meccanismo delle *loyalty shares*.

⁶⁹ Nelle quali, già lo si può anticipare, il divieto di voto plurimo permane.

1.3. Azioni a voto plurimo e con voto maggiorato: le ragioni della novella.

1.3.1. Il nuovo quadro normativo di riferimento.

Prima di procedere oltre nella trattazione, è opportuno riassumere brevemente la lezione appresa tramite l'analisi storica sin qui condotta: che il principio capitalistico del voto si è affermato in forma forte all'interno del nostro ordinamento solamente con la codificazione civilistica del '42; che da quel momento si è intrapreso un percorso normativo che ha comportato una progressiva compressione di tale principio; che, in sostanza, esso ha sempre assunto la forma di regola di *default* – ossia regola dispositiva e come tale derogabile⁷⁰ – non avendo mai trovato assoluto riconoscimento all'interno del nostro ordinamento e presentandosi, di volta in volta, delle deviazioni più o meno pronunciate frutto di decisioni di politica legislativa finalizzate a rispondere a interessi o esigenze di natura contingente⁷¹; che il principio “un'azione, un voto” non costituisce una regola ontologicamente collegata alla natura della società per azioni; che, infine, vi è un altro principio al quale il principio “un'azione, un voto” risulta subordinato, ossia quello dell'autonomia privata, scindibile in autonomia statutaria e autonomia contrattuale.

In sintesi, tutto ciò può essere sufficiente per trarre come prima conclusione che la regola *de qua* non ha mai assunto la valenza di norma cogente e inderogabile⁷² – ossia che mai il legislatore l'ha imposta in maniera assoluta – e che, non potendosi essa stessa considerare espressione di un principio di rango superiore, la tesi di incompatibilità ontologica tra “sistema società per azioni” e criteri di attribuzione del diritto di voto non proporzionale non può che essere rigettata. D'altronde, come poc'anzi evidenziato, è vero anche che il legislatore della riforma del 2003, mosso da ragioni prudenziali, ha mantenuto immutato il divieto di emissione di azioni a voto plurimo. Prima di analizzare le ragioni e le esigenze che hanno spinto il legislatore a “rimettere le mani” sul tema del diritto di voto mediante l'emanazione del Decreto legge 24 giugno 2014, n.91 – convertito, con modificazioni, in l. 11 agosto 2014, n. 116 – e a superare le esigenze di moderazione precedentemente postesi, è opportuno individuare in maniera sintetica le modifiche e le novità che tali provvedimenti hanno introdotto poiché esse sono state così numerose e significative da spingere diversi esponenti della dottrina a parlare di una sorta di “mini-rivoluzione”⁷³ nel sistema dei diritti degli azionisti. L'art. 20 del citato decreto ha infatti modificato:

- il codice civile, in particolare l'art. 2351, introducendovi al 4° comma la disposizione secondo cui “*salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la*

⁷⁰ E così è tutt'ora, poiché l'art. 2351 c.c. prevede che “ogni azione attribuisce il diritto di voto”.

⁷¹ Esigenze, come già evidenziato *supra*, di non cedere il passo in una sempre più spinta concorrenza tra ordinamenti.

⁷² Del carattere dispositivo o suppletivo che il principio “un'azione, un voto” ha assunto e assume anche in altri Paesi europei e extra-europei hanno trattato diversi autori tra cui: LA SALA, G.P., “Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni”, Torino, 2011; G. FERRARINI, “Un'azione, un voto”: un principio europeo?, in *Riv. Soc.*, 2006, 24 ss.

⁷³ Cfr., per tutti, A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, “Le azioni non si contano, ma si “pesano”: superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato” in *Le Società*, 10/2014, pag. 1048.

*creazione di azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Ciascuna azione a voto plurimo può avere fino a un massimo di 3 voti*⁷⁴;

- Il Testo Unico della Finanza (d. lgs. n. 58/1998), inserendo, in particolare, due nuove disposizioni, ossia gli artt. 127-quinquies e 127-sexies, rubricati rispettivamente “maggiorazione del voto” e “azioni a voto plurimo”, consentendo che gli statuti di società emittenti titoli quotati possano “disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino ad 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” in un elenco appositamente costituito e prevedendo la permanenza per solo tale tipologia societaria del divieto di emissione di azioni a voto plurimo⁷⁵;
- Il Testo Unico della Finanza – di nuovo – modificando la disciplina in materia di Opa (in particolare gli art. 104, 105, 106 e 109), di partecipazioni rilevanti e di operazioni straordinarie per adeguarle alle nuove disposizioni in tema di diritto di voto, così da regolare quelle fattispecie caratterizzate dalla presenza di azioni a voto maggiorato o plurimo⁷⁶, nonché estendendo anche alle società quotate la possibilità di prevedere a livello statutario, clausole di tetto massimo di voto e di voto scaglionato.

Proprio relativamente al tema delle partecipazioni rilevanti e dell’opa è stato affidato alla Consob il compito di dettare le disposizioni di dettaglio per l’attuazione della sopra richiamata disciplina, con l’obiettivo di assicurare la trasparenza degli assetti proprietari e il rispetto delle disposizioni in materia. Ciò ha portato alla modifica del Regolamento Emittenti con delibera Consob n. 19084 del 19 dicembre 2014, entrata in vigore il 1 gennaio del 2015. Fatta chiarezza sulla collocazione normativa delle nuove disposizioni si può iniziare l’analisi cercando di individuare le finalità sottese a tale novella legislativa. Esse sono molteplici e variegate e si differenziano a seconda che si prendano in considerazione le *azioni a voto maggiorato* o le *azioni a voto plurimo*, poiché - come si può agevolmente notare dalla diversa collocazione delle disposizioni introduttive - le prime sono destinate a trovare applicazione nelle sole società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio⁷⁷, mentre le seconde valgono esclusivamente nella disciplina delle società c.d. chiuse. Non solo, sebbene i due istituti possano apparire tra loro molto simili, entrambi consentendo un rafforzamento del diritto di voto, in realtà sono profondamente diversi anche in termini di natura e

⁷⁴ Il riferimento alle leggi speciali richiama la disciplina del TUF sulla quale si dirà più avanti nella trattazione.

⁷⁵ Esistono dei casi particolari in cui anche società quotate possono avere delle azioni a voto plurimo. Si tratta però di ipotesi strettamente connesse con l’istituto in esame e che saranno analizzate dettagliatamente nel capitolo successivo.

⁷⁶ Oltre alle novità evidenziate nel testo, che sono le sole che qui interessano, si ricordano anche le seguenti modifiche: riduzione del limite minimo di capitale sociale per le s.p.a. da euro 120.000 a euro 50.000; l’art. 2437-ter in tema di criteri di determinazione del valore delle azioni del socio recedente; l’art. 2343-bis in tema dei c.d. *acquisti pericolosi*; l’art. 2350-ter, in tema di trasformazione di società di persone; l’art. 2441, in tema di diritto d’opzione; l’art. 2477, in tema di collegio sindacale delle s.r.l. Da qui la locuzione “mini-rivoluzione” con cui alcuni hanno descritto l’intervento legislativo in esame.

⁷⁷ V. nota 70.

forse è proprio tale diversità a giustificare una differente sfera di applicabilità. Per tutte queste ragioni, per la parte del presente lavoro relativa all'approfondimento delle norme concernenti i due istituti in esame si procederà tramite una metodologia di trattazione caratterizzata dall'analisi separata dei due istituti in esame - a cominciare proprio dall'individuazione della *ratio* della loro introduzione - e da considerazioni di confronto, funzionali alla evidenziazione delle differenze, come anche dei punti di contatto fra le due discipline.

1.3.2. Le ragioni “dichiarate” dell’introduzione delle azioni a voto plurimo e maggiorato

Per quanto concerne le azioni a voto maggiorato, l’intento dichiarato dal legislatore è stato quello di contribuire alle finanze statali: essendo la “proprietà azionaria pubblica” quasi per definizione di lungo periodo, essa avrebbe dovuto essere il “luogo” di naturale applicazione dello strumento. Infatti, coerentemente con il processo di privatizzazione delle società pubbliche iniziato negli anni ’90, alienando ulteriori *tranches* di titoli azionari la proprietà pubblica avrebbe potuto fare cassa senza alterare la propria posizione di potere nella *governance* societaria. In particolare, si fa riferimento principalmente all’intenzione di cedere sul mercato ulteriori azioni di ENEL e ENI, per completare il processo di privatizzazione delle medesime, nonché di altre società a controllo statale. Qualche considerazione è opportuna poiché sorge spontaneo l’interrogativo se il voto maggiorato sia realmente in grado di garantire questo risultato. Per comprendere ciò si pensi alle azioni senza voto che, come precedentemente evidenziato, possono essere considerate, al pari delle azioni a voto potenziato, una fattispecie di *Control Enhancing Mechanism (CEM)*. È possibile affermare che, in linea generale, le azioni senza diritto di voto subiscono uno “sconto” sul mercato rispetto alle azioni ordinarie proprio perché non incorporano un diritto che, in quanto tale, risulta dotato di proprio valore⁷⁸. Lo stesso potrebbe dirsi con riferimento alle azioni a voto potenziato e, in particolare, a quelle con voto maggiorato. Infatti, anticipando quanto si dirà più approfonditamente nel proseguo della trattazione, allorquando si intraprenderà l’analisi economica dell’istituto *de quo*, si può affermare con certezza che in qualsiasi mercato azionario caratterizzato da un livello minimo di efficienza – e non è assurdo ipotizzare che il mercato italiano sia tale – è inevitabile che il *trading* di titoli azionari dotati di un peso minore in termini di voti al momento della vendita e almeno per i due anni successivi comporti un abbassamento della quotazione dei titoli medesimi e, conseguentemente, un minore incasso.⁷⁹ Inoltre, a fronte di tale alienazione, verrebbero meno i flussi di cassa derivanti dalla distribuzione dei dividendi, notoriamente elevati per le *policy* distributive adottate dalle società in questione, con l’emergere di un differenziale di medio/lungo termine tendenzialmente negativo tra quanto capitalizzato con la vendita dei titoli sul mercato e quanto fruibile con il mantenimento della partecipazione. In sintesi, la garanzia di mantenimento del controllo risulterebbe sul piano economico parzialmente compensata, com’è ragionevole che sia, da una penalizzazione dell’operazione di disinvestimento.

Ulteriore finalità che il legislatore ha inteso perseguire con l’introduzione delle azioni a voto maggiorato è stata sicuramente quella di mettere a disposizione delle società quotate o in fase di

⁷⁸ La letteratura economica sul tema evidenzia che in fattispecie societarie caratterizzate dalla presenza di azioni dotate di diritti amministrativi e patrimoniali diversificati il *voting premium* – che esprime il differenziale di prezzo tra azioni con e senza voto – è positivo. Cfr. GROSSMAN, S., HART, O., 1988. “One-share-one-vote and the market for corporate control”, in *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 175-202; HARRIS M., RAVIV A., 1988. “Corporate governance, voting rights and majority rules”, in *Journal of Financial Economics*, vol. 20.

⁷⁹ Cfr. N. ABRIANI, C. ANGELICI e altri, “Problemi d’attualità. Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell’ Opa” in *Giurisprudenza Commerciale*, 1, 2015

quotazione uno strumento in grado di favorire lo sviluppo di una cultura imprenditoriale di lungo periodo, spettando il beneficio della maggiorazione solo *all'azionista fedele*, in contrapposizione con lo *short-termism* che ha caratterizzato le scelte d'investimento nei primi anni del XXI secolo e che è stato considerato, tra l'altro, come una delle principali concause della crisi finanziaria. La teoria economica supporta tale considerazione, considerando le azioni di fedeltà come un eccellente misura di contrasto alla miopia manageriale, ossia alla tendenza dei manager di formulare politiche aziendali che privilegiano orizzonti temporali di breve⁸⁰. Grazie a tale strumento infatti, la permanenza in carica del management dipende dalla valutazione di azionisti stabili e intenzionati a rimanere tali.

Per quel che riguarda le azioni a voto plurimo, il discorso sul piano della contingenza politica è leggermente più complesso. Anche qui possono essere individuate delle esigenze di finanza pubblica da riferirsi però non a processi di privatizzazione già in atto, ma a processi ulteriori, futuri, nei quali sarà possibile dotarsi di questo strumento prima del *going public* per avere la possibilità di incrementare il numero di azioni che potrebbero essere offerte sul mercato senza perdere il controllo della società. A fianco a questa considerazione, l'esplicita motivazione politica posta alla base dell'eliminazione del divieto di emissione di azioni a voto plurimo deve individuarsi nell'obiettivo di favorire la quotazione delle imprese e, per tale via, la crescita del mercato borsistico italiano, sottodimensionato in termini di capitalizzazione e volumi rispetto ai mercati finanziari regolamentati dei principali Paesi europei e degli Stati Uniti. A conferma di ciò si riporta di seguito un grafico (**Figura 1**)⁸¹ che mette in evidenza il posizionamento del mercato finanziario italiano rispetto a quello di numerosi Paesi europei e extra-europei. È interessante evidenziare che rispetto ai principali Paesi avanzati e, anche, ad alcuni dei principali Paesi in via di sviluppo esso si collochi agli ultimi posti in termini di capitalizzazione complessiva espressa in valori assoluti (euro/mld) e all'ultima posizione in termini di capitalizzazione relativa, data dal rapporto tra la capitalizzazione complessiva e PIL (pari all'incirca al 25%). Il sottodimensionamento del mercato finanziario italiano evidenziato in Figura è determinato da fattori strutturali sui quali è opportuno soffermarsi brevemente⁸². In primo luogo, occorre evidenziare che il sistema produttivo è frammentato in un numero elevatissimo di piccole e medie imprese (PMI), che non sono in grado di affrontare i costi fissi legati alla quotazione e, al contempo, sono restie a sottoporsi al più intenso scrutinio del mercato richiesto dall'ingresso in borsa. Infatti le PMI, che costituiscono la parte preponderante del

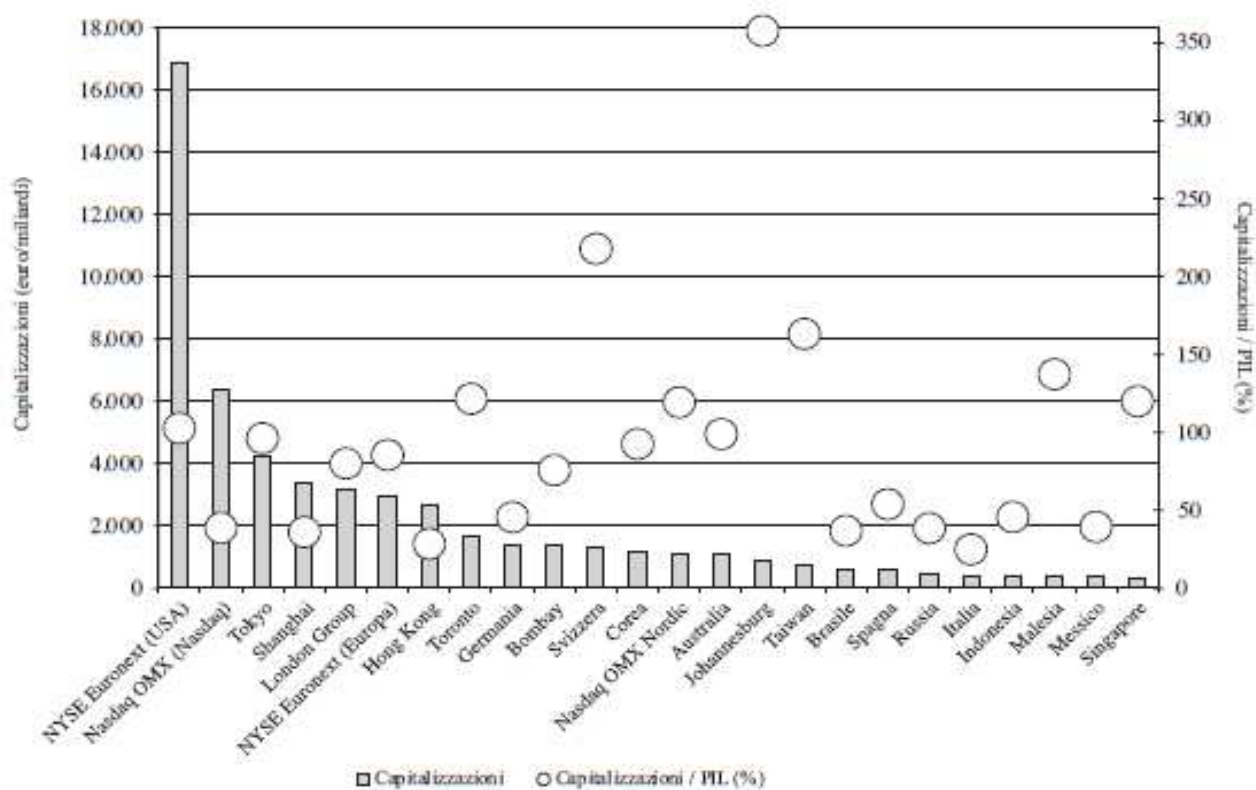
⁸⁰ Essendo causa di tale comportamento anche le politiche di remunerazione adottate dalle società quotate troppo ancorate all'andamento dei corsi azionari. Si fa riferimento ai piani di *stock options*. Diversi studi empirici hanno indagato l'esistenza di una correlazione negativa tra valore societario e *compensation policy* del top management, trovando risultati significativi. Cfr. GOMPERS P., ISHII J., METRICK A., 2003. "Corporate Governance and Equity Prices" in *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 1, pp. 107-155. al (2003); BEBCHUK L. A., 2009. "What Matters in Corporate Governance?" in *Review of Financial Studies*, 22(2), pp. 783-827.

⁸¹ Grafico estrapolato dal *Report annuale* realizzato dall' "Ufficio Studi Mediobanca" nell'ottobre del 2016 e contenente informazioni sulle Borse Valori dell'Unione Europea e degli altri principali mercati, disponibile al seguente link: http://www.mbres.it/sites/default/files/resources/download_it/US_id_05.pdf

⁸² Su di esse si tornerà più approfonditamente più avanti in un paragrafo dedicato.

tessuto produttivo del nostro Paese (quasi l'80%), continuano a rappresentare solo una percentuale ridotta (meno del 20%) delle società quotate, risultando fortemente sottorappresentate in borsa rispetto al loro ruolo nell'economia. Lo scarso sviluppo del mercato finanziario deriva anche dal ruolo ancora estremamente limitato degli investitori istituzionali (fondi comuni di investimento, fondi pensione). Mancano investitori specializzati in investimenti nel capitale di rischio, che dovrebbero sostenere le società nelle delicate fasi di crescita e quotazione e non si è ancora pienamente sviluppato il settore dei fondi pensione. La crescita della previdenza complementare potrebbe favorire l'afflusso di ingenti capitali sul mercato, riducendo al contempo i costi sociali legati all'incapacità del sistema di garantire in futuro adeguati livelli di reddito⁸³.

Figura 1. Principali borse valori: valutazione dei titoli azionari e rapporto con il PIL al 30 giugno 2016



Origine: Estrapolazione dal Report "Indici e dati relativi ad investimenti in titoli quotati" di "Ufficio studi Mediobanca", 2016.

È proprio in virtù di tali considerazioni che nella relazione al decreto legge⁸⁴ si afferma che "il timore di perdere il controllo a seguito della quotazione rappresenta uno dei principali fattori che disincentiva l'ingresso in borsa delle imprese familiari italiane. Una maggiore flessibilità nella struttura di capitale in deroga al principio "one share-one vote" può consentire di aumentare la

⁸³Cfr. G VEGAS Intervento al convegno "Il Mercato finanziario: problemi e prospettive", Università degli studi di Catania, Dipartimento di Economia e Impresa 10 aprile 2014.

⁸⁴ Contenuta nell'Atto Senato AS n. 1541.

dimensione del flottante in sede di offerta pubblica finalizzata alla quotazione (IPO) e, di conseguenza, la liquidità delle azioni delle società quotate, senza determinare una diluizione in sede assembleare per gli azionisti di riferimento". In sintesi, lo strumento in questione è stato concepito come una misura di incentivazione alla quotazione, poiché capace di far mantenere al c.d. *socio imprenditore* il potere di governo economico della società e di raccogliere al contempo capitale di rischio, riducendo così al minimo il principale costo del processo di *going public*, ovvero la possibilità di perdere o veder diminuire il proprio potere di controllo a seguito della diluizione della propria partecipazione che tale processo porta seco⁸⁵. Non solo, è stata anche esaltata la forza particolarmente incentivante che questo può assumere se calata in un ambiente economico caratterizzato dalla presenza di piccole e medie imprese a controllo familiare come è il contesto italiano, poiché è proprio in contesti del genere che il costo della quotazione risulta essere particolarmente elevato.

Accanto a queste esigenze di *policy* "dichiarate" dal legislatore della riforma, merita di essere segnalato un ulteriore avvenimento, funzionale alla corretta individuazione delle ragioni che hanno realmente indotto il legislatore ad introdurre i due istituti e, in particolare, il voto maggiorato. Di fatto, in concomitanza con l'emanazione di quella che è stata poc'anzi definita "mini-riforma", FIAT ha adottato, nell'ambito del processo di fusione e di trasferimento della sede all'estero, una struttura di emissione azionaria caratterizzata dalle c.d. *special voting shares*⁸⁶ con le quali si voleva, e si vuole, "*premiare la titolarità delle Azioni Ordinarie nel lungo periodo e promuovere la stabilità degli assetti proprietari della Società*"⁸⁷, così permettendo a chi abbia assunto la qualifica di "azionista fedele", mediante l'iscrizione e la permanenza per un periodo non inferiore a 3 anni delle proprie azioni ordinarie in un Registro Speciale, la possibilità di ottenere gratuitamente "*un'Azione a Voto Speciale in relazione ad ogni Azione Ordinaria Legittimata*"⁸⁸. Tra l'altro, era stata anche prevista la possibilità che le *special voting shares* venissero attribuite agli azionisti Fiat che fossero rimasti tali dalla *record date* al perfezionamento della fusione⁸⁹. In sostanza, tra i diversi obiettivi perseguiti dal principale gruppo automobilistico italiano con l'operazione in questione, c'era sicuramente anche quello di dotarsi di uno strumento di rafforzamento del voto di cui il nostro ordinamento era sprovvisto e che fosse analogo⁹⁰ all'istituto del "*voto maggiorato*

⁸⁵ L'art. 127- sexies, comma 2, espressamente prevede che "*Le azioni a voto plurimo emesse anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato mantengono le loro caratteristiche e i loro diritti*".

⁸⁶ Cfr. P. MARCHETTI, "Il voto maggiorato nelle società quotate", in *Rivista delle società*, 2015, (2-3), p. 1.

⁸⁷ V. *Special Voting Shares – Terms and Conditions*, disponibile al seguente indirizzo: https://www.fcagroup.com/it-IT/investor_relations/stock_shareholder_corner/Pages/special_voting_shares.aspx

⁸⁸ V. nota precedente.

⁸⁹ Cioè gli azionisti che non avessero esercitato il diritto di recesso loro spettante come conseguenza del trasferimento della sede della società all'estero.

⁹⁰ Analogia da determinarsi in ragione delle finalità perseguibili, ossia in ragione della necessità di garantire un certo livello di stabilità nell'azionariato, quanto meno con riferimento agli *active shareholders*.

cartolarizzato”⁹¹ olandese che si è appena avuto modo di descrivere. In conclusione, la lezione che si può trarre da questa coincidenza di avvenimenti è la seguente: l’introduzione dello strumento *del voto maggiorato*, così come anche quella delle azioni a voto plurimo, è stata largamente motivata da esigenze analoghe a quelle poste alla base della riforma del 2003, ossia esigenze di concorrenza tra ordinamenti. È noto infatti che le *azioni di fedeltà* a voto doppio (o comunque plurimo) siano già da tempo esistenti in altri ordinamenti europei - come ad esempio in Francia, dove sono state introdotte nel 1933 e dove a partire dal 2014 rappresentano regola dispositiva *di default*, in Olanda, in Irlanda e nel Regno Unito – ed extra-europei – Stati Uniti *in primis* - nei quali il dibattito sui costi e benefici di tale istituto e più in generale delle *azioni a voto multiplo* ha visto fiorire una vastissima letteratura⁹².

⁹¹ Così P. MONTALENTI, *Intervento* in “Voto plurimo, voto maggiorato e modifiche dell’Opa” in *Giurisprudenza Commerciale*, 2015, p. 222/I.

⁹² Cfr. M.S. SPOLIDORO, *op. cit.* (nota 10), p. 155.

1.3.3. Alcune “contraddizioni” di politica legislativa.

Essendosi delineate le dichiarate esigenze cui si voleva porre rimedio con il Decreto competitività, vanno ora sottolineate delle contraddizioni che emergono da queste scelte di policy legislativa e che in parte si sono già fatte notare nel paragrafo che precede. In *primis* per quel che concerne le esigenze di finanza pubblica di cui si è dato conto poc'anzi, oltre a ribadire che l'introduzione di strumenti azionari che garantiscono maggiori poteri a favore di alcuni soci a discapito di altri deprime il valore di mercato delle azioni posseduti dai soci “svantaggiati”, si può evidenziare come l'intervento del legislatore non abbia tenuto conto che il mercato azionario italiano sia caratterizzato da un *voting premium* – ossia, un differenziale di prezzo tra azioni senza voto e azioni ordinarie – “anormale”. Sul tema, sono stati condotti diversi studi tra cui si segnalano quelli che hanno indagato il *voting premium* raffrontando azioni ordinarie e azioni di risparmio. Per comprendere perché il contesto italiano sia caratterizzato da questa “anormalità” è utile esporre brevemente i principali insegnamenti che possono trarsi dalla consultazione di questi studi empirici e che possono essere così sintetizzati:

- il *voting premium* è una *proxy* del valore del diritto di voto e quindi del diritto di controllo;
- il valore del controllo dipende dai relativi benefici privati;
- la fruizione dei benefici privati è inversamente proporzionale rispetto al grado di tutela legislativa offerta agli azionisti di minoranza;

Il risultato cui questi studi sono giunti è che lo “sconto” che nel nostro mercato azionario subiscono le azioni senza diritto di voto rispetto a quelle con diritto di voto è tendenzialmente superiore rispetto a quello riscontrabile nella maggior parte delle altre situazioni occidentali, a testimonianza di una normativa in tema di tutela delle minoranze azionarie poco garantista⁹³. Urge tuttavia la precisazione che si tratta di studi risalenti ai primi anni del 2000 e da allora diverse sono state le modifiche introdotte a favore delle minoranze azionarie che potrebbero aver ridotto tale “anormalità”. Nonostante ciò è pur vero che l'introduzione di maggiorazioni di potere a favore di certi soci – sia mediante azioni a voto plurimo che mediante azioni a voto maggiorato – deprime il valore delle altre azioni ed è, forse, proprio per tale motivo che l'istituto in esame non ha trovato, ad oggi, applicazione in alcuna società a prevalente partecipazione pubblica e, quindi, neppure in quelle società che ne hanno in parte motivato l'introduzione. Per avvalorare maggiormente tali considerazioni si riporta di seguito una tabella che individua le società che hanno ad oggi introdotto tale strumento, dando evidenza della mancanza di un controllo pubblico, salvo limitate eccezioni⁹⁴.

⁹³ Cfr. N. LINCIANO, *Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione*, in “Quaderni di finanza Consob”, n. 53, 2002; Bigelli, *Le azioni di risparmio. Un'analisi economica e gli effetti sulla governance dell'impresa*, Bologna, Il Mulino, 2003, 221;

⁹⁴ Le società contrassegnate da un asterisco (*) sono ad azionariato apparentemente diffuso, con la presenza di numerose partecipazioni rilevanti in mano a soggetti pubblici legati da un patto parasociale che garantisce loro il controllo; Le società contrassegnate da un doppio asterisco (**) sono a controllo pubblico.

Tabella 1.1 Società che hanno previsto l'introduzione delle c.d. *loyalty shares*: dettaglio azionisti rilevanti alla data della delibera.

Società	Introduzione maggiorazione	Azionista diretto di riferimento (soggetto al vertice della catena partecipativa)	Percentuale di possesso
	<i>Data delibera</i>	<i>Denominazione</i>	<i>Valori (%)</i>
Amplifon spa	29/01/2015	Ampliter nv (Formiggini Anna Maria)	54,00%
Arnoldo Mondadori Editore spa	27/04/2017	Fininvest Finanziaria d'Investimento spa (Silvio Berlusconi)	53,06%
Astaldi spa	29/01/2015	Fin.Ast srl (Paolo Astaldi)	52,52%
Cairo Communication	18/07/2016	Cairo Urbano Roberto	72,88%
Carraro spa	15/04/2016	Finaid Spa (Carraro Mario)	44,09%
Centrale del latte d'Italia	30/09/2016	Finanziaria Centrale del latte di Torino spa (Artom Adele)	57,31%
Class Editori spa	30/04/2015	Euroclass Multimedia holding SA (Paolo Panerai)	60,72%
Cofide spa	27/04/2015	Fratelli Rodolfo, Marco ed Edoardo De Benedetti Sapa	51,92%
Conafi Prestito spa	29/04/2015	Alite srl e Nusia srl (Nunzio Chiolo)	51,31%
Datalogic spa	04/05/2017	Hydra spa (Famiglia Volta)	64,65%
Davide Campari – Milano spa	28/01/2015	Alicros spa (M. Garavoglia Rosa Anna)	51,00%
Dea Capital spa	17/04/2015	De Agostini spa (B&D Holding di Marco Drago e C. sapa)	58,13%
Diasorin spa	28/04/2016	Finde SS (Gustavo Denegri)	44,10%
Exprivia spa	05/04/2015	Abaco innovazione spa (Abaco system & services srl)	49,89%
Fidia spa	28/04/2017	Morfinio Giuseppe	54,80%
Gruppo Waste Italia spa	05/05/2015	Sostenya e Colucci Pietro (Colucci Pietro)	44,01%
Hera spa*	28/04/2015	Comune di Bologna	9,94%
I.M.A. Industria Macchine Automatiche spa	21/04/2017	So.Fi.Ma. spa (famiglia Vacchi)	66,22%
Intek Group spa	19/06/2015	Quattrodue spa (Quattrodue holding BV)	45,75%
Iren spa**	09/05/2016	Finanziaria sviluppo utilities srl	35,54%
Landi Renzo spa	24/05/2015	Girefin spa (Renzo Landi)	54,66%
Lventure Group spa	27/04/2017	Lv. En. Holding srl (Capello Luigi)	39,99%
Maire Tecnimot spa	18/02/2015	GLV Capital spa (Fabrizio Di Amato)	55,02%
Nice spa	24/04/2015	Nice Group spa (Lauro Buoro)	69,45%
Openjobmetis spa	12/10/2015	Omniafin spa	29,00%
Poligrafica San Faustino spa	24/04/2015	Famiglia Frigoli ⁹⁵	45,07%
Sabaf spa	28/04/2016	Giuseppe Saleri sapa (Saleri Giuseppe)	30,72%
Saes Getters spa	03/03/2016	SGG Holding spa (Famiglia Della Porta, Canale e Baldi)	50,23%
Technogym spa	16/02/2016	Wellness Holding srl (Nerio Alessandri)	60,00%
Ternienergia spa	16/03/2015	Italeaf spa (Neri Stefano)	46,78%
Zignago vetro	28/04/2015	Zignago Holding spa (Famiglia Marzotto)	65,00%

Origine: Rielaborazione dati Consob: http://www.consob.it/main/emittenti/societa_quotate/scarica.html.

⁹⁵ In tale società la partecipazione del 45,07% indicata è ripartita tra i membri della famiglia Frigoli nelle seguenti misure: Alberto Frigoli (9,028%); Giuseppe Frigoli(8,971%); Emilio Frigoli (9,018%); Francesco Frigoli (9,013%); Giovanni Frigoli (9,037%); Collati Andrea (5,914%).

Ulteriore evidenza che emerge dall'analisi della **Tabella 1.1** è che la stragrande maggioranza delle società che hanno introdotto lo strumento *de quo* sia caratterizzata da un controllo, di diritto o di fatto, di tipo familiare, con ciò valorizzando tutte quelle definizioni con cui le azioni a voto potenziato sono state spesso descritte in passato, tra le quali si ricordano le seguenti: “azioni di comando”; “azioni di controllo”; “formidabile strumento di dominio economico”⁹⁶.

A fianco a tale dichiarata esigenza, si è data contezza anche della *ratio* che ha specificamente motivato l'introduzione delle azioni a voto plurimo individuata nell'incentivazione della quotazione. È allora evidente la contraddizione di politica legislativa che emerge: da un lato si vuole favorire la quotazione, mentre dall'altro non si tiene conto che la riduzione di valore delle azioni “svantaggiate” provocata dall'introduzione di azioni a voto potenziato va in una direzione opposta, ossia disincentiva la quotazione⁹⁷.

In seconda battuta, si è già detto che il voto maggiorato era stato pensato come strumento destinato a trovare applicazione nelle principali società pubbliche nelle quali, al di fuori dell'intervento legislativo in questione, si auspica da tempo l'ingresso di investitori professionali attivi tramite l'acquisto da parte di questi di partecipazioni di rilevanti dimensioni. Ebbene, l'introduzione della maggiorazione del voto in statuto – anche se come evidenziato nella **Tabella 1.1**, non ha riguardato tali tipi di società, salvo limitate eccezioni – potrebbe essere utilizzata dalla proprietà pubblica sia come strumento di rafforzamento del controllo, sia come misura difensiva contro tentativi di scalata da parte di potenziali acquirenti, andando, di fatto, in direzione opposta rispetto all'obiettivo della partecipazione attiva degli investitori istituzionali, scoraggiando l'investimento di tempo e risorse da parte degli stessi. È ben noto, infatti, che i meccanismi di rafforzamento del controllo in generale, e le azioni a voto potenziato in particolare, siano fortemente osteggiate da questa particolare categoria di soggetti. Ciò consente di evidenziare, anticipando in parte quanto si dirà più dettagliatamente nel terzo capitolo, un'ulteriore contraddizione di politica legislativa, là dove si consideri, in particolare, l'esigenza principale che ha motivato l'introduzione del voto plurimo, ossia incentivare le società chiuse alla quotazione, con particolare riferimento a quelle società caratterizzate dalla presenza di un socio-fondatore al contempo azionista di maggioranza. Il *Report* comunitario del 2007 con cui si è voluto indagare il grado di diffusione del principio di proporzionalità nell'UE⁹⁸, mette in evidenza un dato interessante riguardante sempre gli investitori istituzionali: l'80% degli investitori organizzati prevede uno sconto che va dal 10 al 30 per cento del prezzo in presenza di *Control Enhancing Mechanisms* (CEMs), di cui possono considerarsi parte anche le azioni a voto plurimo. In sostanza, lo strumento del voto plurimo, al pari del voto maggiorato e di tutti quei meccanismi che consentono il raggiungimento di risultati analoghi

⁹⁶ Cfr. CARIELLO, op. cit. (v. nota 8), p. 496.

⁹⁷ Cfr. C.F. GIAMPAOLINO, “Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo”, in *Giurisprudenza commerciale*, (5/1), pp. 781/I e ss.

⁹⁸ Cfr. ISS Europe, ECGI, Sherman & Sterling, “Report on the proportionality principle in the European Union”, 18 May 2007, disponibile su http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf.

potendo così essere classificati all'interno della categoria dei “meccanismi di rafforzamento del controllo”, è mal visto dagli investitori professionali, poiché “blinda” la società e impedisce agli stessi di svolgere un ruolo attivo. Ciò comporta un'implicita contraddizione con quanto ci si augura proprio con la quotazione di “società innovative”, nelle quali il *going public* non è finalizzato esclusivamente alla raccolta di nuovi capitali, ma anche e soprattutto all'ingresso nell'azionariato di tali figure, così da poter svolgere un ruolo attivo e di supporto nella crescita economica di queste realtà societarie.

In conclusione, ciò che da queste considerazioni viene fuori è che fra le “esigenze” cui il legislatore ha esplicitamente affermato di voler dare soluzione con la “mini-riforma”, non emerge quella che in realtà può considerarsi la ragione di fondo dell'intervento e che in parte la vicenda FIAT insegna, ovvero sia un tentativo di risposta da un lato, alla sempre più spinta concorrenza tra ordinamenti, poiché come segnalato l'Italia ha subito una sorta di “concorrenza ineguale” da parte di molti sistemi europei dove gli istituti del voto plurimo e/o delle *loyalty shares* sono ammessi da tempo, e dall'altro, all'esigenza manifestata a livello internazionale di voler dotare le società di strumenti che incentivino investimenti di lungo periodo da parte degli azionisti, con particolare riferimento a quelli che prevedono la concessione di diritti di voto potenziato, nell'ottica di attuazione di una politica di crescita stabile e di sviluppo sostenibile⁹⁹.

⁹⁹ Sul tema v. il Libro Verde sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea del 25 marzo 2013, p. 18.

CAPITOLO 2

LE AZIONI A VOTO PLURIMO E LA MAGGIORAZIONE DEL DIRITTO DI VOTO: ANALISI NORMATIVA

Sommario: 2.1. La novella del D.L. 24 giugno 2014, n.91. 2.1.1. Natura giuridica delle azioni a voto plurimo e del voto maggiorato: distinzioni tipologiche. 2.1.2. Ancora in tema di campo di applicazione. Le azioni a voto potenziato nelle società cooperative: possibilità di un'applicazione analogica? 2.1.3. Azioni a voto plurimo e società non quotate: modalità d'introduzione e "contenuto". 2.1.4. Azioni a voto plurimo e funzionamento assembleare: quorum costitutivi e deliberativi. 2.1.5. Maggiorazione del voto nelle s.p.a. quotate o quotande e dinamiche endosocietarie. 2.2. Azioni a voto potenziato e dinamiche *esosocietarie* 2.2.1. Sulla legittimità del diritto di recesso in occasione di delibere concernenti azioni a voto potenziato. 2.2.2. "Vicende circolatorie" e azioni a voto potenziato: alcune ipotesi di perdita e conservazione della maggiorazione del diritto di voto. 2.2.3. Rinuncia, intestazione fiduciaria e costituzione in usufrutto, pegno o sequestro della partecipazione azionaria. 2.3. Azioni a voto potenziato e operazioni straordinarie: nuove norme e questioni esegetiche. 2.3.1. Il voto maggiorato nelle operazioni di fusione, scissione e aumento di capitale. 2.3.2. Operazioni straordinarie e fattispecie di cumulo nelle società aperte. 2.3.3. Il voto plurimo nelle operazioni straordinarie coinvolgenti in via esclusiva società per azioni non quotate. 2.4. Azioni a voto potenziato: ricadute in tema di Opa e "Assetti proprietari". 2.4.1. Le modifiche alla disciplina dell'Opa obbligatoria: nuovi criteri di determinazione delle soglie, ricadute sul "prezzo d'offerta" e fattispecie di esenzione. 2.4.2. Ancora in tema di Opa: le nuove disposizioni sulle piccole-medie imprese (PMI). 2.4.3. Azioni a voto potenziato, PMI e le modifiche alla disciplina degli "Assetti proprietari".

2.1. La novella del D.L. 24 giugno 2014, n. 91.

2.1.1. *Natura giuridica del voto plurimo e del voto maggiorato: distinzioni tipologiche.*

Realizzare una ricostruzione ragionata della disciplina complessiva dei due istituti in esame, offrendo un'analisi dettagliata delle singole norme dettate dalle nuove disposizioni è uno *step* fondamentale per costruire una base solida da cui partire per indagare da un punto di vista giuridico ed economico, tutte le implicazioni che la nuova disciplina introdotta dal Decreto Competitività porta seco e le ricadute che tali implicazioni possono generare in termini di *dinamiche endosocietarie* e *esosocietarie* e di impatto sulla *corporate governance*. L'analisi oggetto del presente capitolo non può che partire, allora, dal considerare la "definizione" dei due istituti che hanno definitivamente scardinato il sistema basato sul criterio della proporzionalità "potere-rischio-responsabilità" - e che abbiamo accomunato sotto la dicitura "azioni a voto potenziato" - così come emerge dal testo della legge poiché, come si è già avuto modo di sottolineare, nonostante essi possano apparire a prima vista molto simili tra di loro, comportando entrambi la possibilità di esprimere un quantitativo di voti per azione superiore all'unità, presentano tuttavia delle caratteristiche che li rendono molto diversi, non solo da un punto di vista nominalistico, ma anche e soprattutto dal punto di vista della *natura giuridica*.

Con riferimento alle azioni a voto plurimo, l'art. 2351, terzo comma, del codice civile, affermando che lo statuto possa *“prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo..”* non fa che attribuire a tale strumento la natura di categoria speciale di azioni con tutte le conseguenze del caso: *in primis*, che le azioni *“appartenenti ad una medesima categoria conferiscono uguali diritti”*¹⁰⁰, ovvero che esse sono tra loro omogenee per contenuto e fungibili e presentano degli elementi di divergenza dalle azioni ordinarie; in secondo luogo, che per la tutela degli azionisti titolari di azioni dotate di diritti particolari trova applicazione la disciplina della assemblee speciali ex art. 2376 c.c., in base alla quale *“se esistono diverse categorie di azioni o strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi, le deliberazioni dell'assemblea, che pregiudicano i diritti di una di esse, devono essere approvate anche dall'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata”*, che delibera secondo le disposizioni che regolano il funzionamento delle assemblee straordinarie; infine, che il voto plurimo si manterrà con la circolazione del titolo, come si vedrà più dettagliatamente in seguito. Sono necessarie tuttavia delle precisazioni poiché non è vero, almeno da un punto di vista teorico, che le azioni a voto plurimo assumano sempre la veste di speciale categoria azionaria. Questo infatti avviene là dove il voto plurimo venga attribuito solo ad una classe di azioni, ossia ad una parte individuata del capitale sociale. Appare tuttavia possibile che il voto plurimo possa essere attribuito a tutte le azioni esistenti. Per comprendere meglio questa argomentazione occorre prendere in considerazione le disposizioni che regolano l'emissione di azioni senza voto o a voto limitato ed in particolare quella che fissa il limite di emissione delle medesime nella misura della metà del capitale sociale¹⁰¹. Confrontando questa disposizione con quelle disciplinanti l'emissione di azioni a voto plurimo si può notare l'assenza di un limite espresso in tal senso per tale fattispecie, con ciò potendosi ricavare, *a contrario*, che possono essere emesse azioni a voto plurimo anche in misura superiore alla metà del capitale sociale e fino a coinvolgerlo totalmente¹⁰².

Sorge spontaneo il quesito circa la reale possibilità di applicazione di una configurazione del capitale sociale caratterizzata dalla presenza di sole azioni a voto plurimo. In realtà, tenendo in considerazione che il limite di potenziamento del voto è fissato nella misura di tre voti per azione, emergono delle fattispecie astratte in cui una simile configurazione potrebbe garantire il soddisfacimento di molteplici interessi dei soci.

Ovviamente l'utilità di un simile assetto societario emerge solo là dove le azioni a voto plurimo siano tra loro distinte in più categorie ad esempio:

- Azioni dotate di voti plurimi in misura differente (categoria A dotata di due voti per azione e categoria B dotata di tre voti per azione);

¹⁰⁰ Ex art. 2348, comma 3, c.c.

¹⁰¹ Ex. art. 2351, comma 2, c.c.

¹⁰² Cfr. N. ABRIANI, “Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi”, *Approfondimento del 29 settembre 2014*, pag. 15.

- Azioni dotate di voti plurimi in materie differenziate¹⁰³;
- Azioni a voto plurimo fidelizzanti, ossia azioni che attribuiscono un diritto di voto plurimo sino al loro trasferimento, a partire dal quale si convertono automaticamente in azioni ordinarie¹⁰⁴.

In sintesi, salvo l'ipotesi accennata poc'anzi, le azioni a voto plurimo assumono generalmente la veste di "speciale categoria azionaria". La natura giuridica che lo strumento *de quo* può assumere ben si discosta da quella che invece caratterizza le c.d. *loyalty shares* che, al contrario delle azioni a voto plurimo, non si configurano come delle categorie di azioni speciali. La maggiorazione del voto, così come è stata concepita dal legislatore italiano¹⁰⁵, non costituisce un diritto speciale della categoria di azioni, bensì una prerogativa del singolo socio che sia in possesso di certi requisiti previsti dalla legge e dallo statuto. Le *loyalty shares* sono concepite come "premio" per l'azionista fedele, ossia quell'azionista che detiene l'azione per un periodo ininterrotto di almeno 24 mesi decorso il quale gli saranno attribuiti un massimo di due voti. È proprio il testo della legge che chiarisce qualsiasi possibile dubbio al riguardo. Dalla lettura dell'art. 127-*quinquies* del Tuf rubricato "maggiorazione del voto", si evince che "*gli statuti stabiliscono le modalità per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti, prevedendo in ogni caso un apposito elenco*". La norma, parlando di "attribuzione" della maggiorazione del voto piuttosto che di "emissione", non lascia spazio ad alcuna interpretazione alternativa: si tratta di una peculiare clausola statutaria mediante la quale si collega ad un determinato comportamento del socio, cioè il mantenimento del possesso continuativo delle azioni, la maggiorazione del diritto di voto nell'assemblea generale. In aggiunta, è lo stesso art. 127-*quinquies*, comma 5, a prevedere che "*le azioni cui si applica il beneficio previsto dal comma 1*", vale a dire la maggiorazione del voto, "*non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile*". Dal momento che le azioni a voto maggiorato non costituiscono categoria di azioni non troverà applicazione in tale fattispecie la disciplina delle assemblee speciali e così, ad esempio, non dovrà essere indetta alcuna riunione né espressa alcuna approvazione da parte dei "soci maggiorati" in

¹⁰³ Su tale ultima ipotesi, per avvalorare la tesi che si sta esponendo, si richiama la massima 46/2014 "Categorie di azioni a voto plurimo fidelizzanti" del Consiglio notarile di Firenze Pistoia e Prato, secondo la quale "*È legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata che riconosca a diverse categorie di azioni un diritto di voto plurimo, differenziandolo in relazione alle materie all'ordine del giorno (dividendo il capitale, ad es., in azioni di categoria B, con diritto di voto plurimo sulle delibere di nomina e revoca del collegio sindacale e di approvazione di specifiche operazioni sottoposte all'autorizzazione assembleare, ex art. 2364, n. 5, c.c., e in azioni di categoria A, con diritto di voto plurimo su tutte le altre deliberazioni da assumersi in sede ordinaria, riconoscendo infine a tutte le azioni un diritto di voto ordinario per le deliberazioni dell'assemblea straordinaria)*".

¹⁰⁴ In tal senso si è espresso, di nuovo, il Consiglio notarile di Milano con massima 48/2014, riconoscendo la legittimità della clausola statutaria di una s.p.a. non quotata che "*nel riconoscere il diritto di voto plurimo ad una categoria di azioni, preveda la loro conversione in azioni senza voto in caso di alienazione delle stesse*".

¹⁰⁵ Il quale ha tratto ispirazione dalla disciplina delle *loyalty shares* francesi, con l'unica differenza prevista dal comma 3 dell'art. L225-125, il quale dispone che la regola del voto doppio debba trovare applicazione solo a favore degli azionisti di nazionalità francese o di uno Stato membro dell'Unione Europea o di uno Stato facente parte dell'accordo relativo allo Spazio economico europeo.

occasione di modifiche della clausola statutaria sul voto maggiorato, financo in occasione della sua eliminazione.

È opportuno allora cercare di comprendere cosa sia, o meglio, in cosa consista la maggiorazione del voto. Essa rappresenta, in sostanza, una forma di incremento del diritto di voto collegata alla sussistenza di specifici “presupposti” che devono essere verificati in capo al singolo azionista, e che ben possono verificarsi in capo a qualsiasi azionista, indipendentemente dalla categoria di appartenenza. Ciò consente di trarre un’ulteriore e importante considerazione, ovvero che mediante l’introduzione di una tale clausola non si determina, come invece avviene attraverso l’emissione di azioni a voto plurimo, una diseguaglianza formale tra soci, potendo ciascun socio ambire al rafforzamento del proprio “peso” assembleare mediante l’adozione di comportamenti finalizzati alla maturazione del “beneficio”¹⁰⁶. Si tratta di un’evidenza di non poco conto, poiché un simile strumento potrebbe avere un diverso impatto, rispetto a quello delle azioni a voto plurimo, per le minoranze azionarie non di controllo che ben potrebbero usufruire dello stesso al pari dei soci di controllo per cercare di mantenere inalterato il loro potere relativo.

Infatti, le condizioni in cui si deve trovare il singolo socio per la maturazione del diritto e che possono essere qualificate come “presupposti” della maggiorazione sono sostanzialmente tre: l’iscrizione in un apposito elenco tenuto dalla società; il possesso continuativo delle azioni; la durata minima di tale possesso azionario che inizia a decorrere a far data dall’iscrizione e che è stabilita dallo statuto delle singole società, le quali possono prevedere un periodo più o meno lungo ma non inferiore alla soglia temporale minima individuata dalla legge nella misura di 24 mesi.

Prima di proseguire oltre nella trattazione è opportuno fare una brevissima, ma importante, precisazione, ossia che nonostante l’istituto in esame sia stato più volte richiamato con l’espressione “azioni a voto maggiorato”, tale dicitura è impropria in quanto non coerente con la natura giuridica che lo contraddistingue. Pertanto, è bene tenere a mente che ogniqualvolta si farà riferimento alle “azioni a voto maggiorato” ci si vorrà riferire a quelle azioni che siano state possedute dal medesimo azionista per un periodo continuativo e ininterrotto di almeno 24 mesi e che, per tal motivo, sono strettamente legate al “premio” attribuito all’azionista medesimo in riconoscimento della sua permanenza prolungata nel capitale sociale.

Chiusa questa breve parentesi, si può mettere in luce che proprio l’ultimo presupposto citato, cioè quello del continuativo periodo di possesso, fa emergere la linea di continuità esistente tra questo istituto e quello introdotto, sempre in tema di società quotate, con il D.lgs. n. 27 del 27 gennaio 2010, ovverossia la maggiorazione del dividendo, la quale va a “potenziare” un altro diritto, questa volta non amministrativo ma patrimoniale: il diritto alla percezione degli utili. Anche questo strumento è stato introdotto, infatti, con l’obiettivo di incentivare la permanenza del socio nell’impresa e, conseguentemente, la stabilità dell’investimento, trasformando fattispecie di

¹⁰⁶Cfr. M. SAGLIOCCA, “Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”, in *Riv. Not.*, 2014, I, p. 944.

investimento speculativo in fattispecie di investimento di medio/lungo periodo¹⁰⁷. Analogamente a quanto visto per il voto maggiorato, anche le azioni con dividendo maggiorato non costituiscono una speciale categoria azionaria. Questo consente di affermare che, da una parte, la previsione di un periodo minimo di possesso può essere considerata come l'elemento chiave che consente di interpretare le reali intenzioni del legislatore e che, dall'altra, la stessa previsione assurge a tratto distintivo e caratteristico che permette di individuare la diversità in termini di *natura giuridica* tra questi due istituti, entrambi concepibili come "meccanismi premiali della fedeltà dell'azionista"¹⁰⁸, e il voto plurimo. La diversità in termini di natura tra maggiorazione del voto e voto plurimo è alla base, come già più volte rimarcato, delle diverse finalità che possono essere raggiunte con ciascuno dei due strumenti e, conseguentemente, del diverso ambito di applicazione. Si è già detto che, in linea generale, le azioni a voto plurimo siano di competenza delle società c.d. chiuse, mentre la maggiorazione del voto trovi terreno fertile all'interno delle società quotate. E allora, prima di procedere oltre, è opportuno fare delle precisazioni, evidenziando innanzitutto che oltre alle società chiuse possono emettere azioni a voto plurimo anche alcune società che rientrano nel *genus* "società aperte", ovvero quelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, ma che al contempo non presentano titoli azionari quotati in mercati regolamentati e che il legislatore individua e descrive come società "con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante"¹⁰⁹. In sostanza, il *discrimen* tra società che possono emettere azioni a voto plurimo e quelle che, al contrario, non possono farlo è costituito dall'aver emesso titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea¹¹⁰. Oltre al *discrimen* tra le due sfere di applicabilità¹¹¹, si può quindi evidenziare come l'applicazione della disciplina sulla maggiorazione del voto sia legata non solo al parametro della quotazione di titoli azionari, ma anche a quello della nazionalità¹¹².

Accanto a questa distinzione generale si pongono poi specifiche disposizioni che prevedono eccezionali ipotesi di estensione e sovrapposizione del campo di applicazione dei due istituti e, in particolare, di quello del voto plurimo. La norma di riferimento è quella contenuta all'art. 127-

¹⁰⁷ L'art. 127-quater del Tuf, 1 comma, prevede infatti che "*ciascuna azione detenuta dal medesimo azionista per un periodo continuativo indicato nello statuto, comunque non inferiore ad un anno o al minor periodo intercorrente tra due data consecutive di pagamento del dividendo annuale, attribuisca il diritto ad una maggiorazione non superiore al 10 per cento del dividendo attribuito alle altre azioni*".

¹⁰⁸ Cfr. A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, op. cit., p. 1058.

¹⁰⁹ Ex art. 2325 bis, c.c. La soglia di rilevanza è stabilita con riferimento al numero di azionisti o obbligazionisti, che deve essere pari o superiore a duecento, e all'ammontare di capitale che non deve essere inferiore a 5.164.569 euro, ex art. 2-bis del regolamento Consob n. 11971/1999.

¹¹⁰ Ex. art. 119 del Tuf.

¹¹¹ Tra l'altro, occorre evidenziare che c'è chi ritiene che l'applicazione della maggiorazione del diritto di voto non sia limitata o limitabile alle sole società per azioni quotate, ritenendo che la collocazione delle disposizioni che regolano tale istituto nell'ambito del Titolo III, capo II, del Tuf non sia una ragione valida per escludere l'utilizzabilità del voto maggiorato alle altre società per azioni. Cfr. M. BIONE, "Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema", in *Giurisprudenza commerciale*, 2015, I, p. 276.

¹¹² Per *società italiane* si intendono quelle soggette alla legge italiana sulla base dell'art. 25 della legge 31 maggio n. 218 sul diritto internazionale privato, ossia: società costituite in Italia; società costituite all'estero con sede "principale" in Italia; società che hanno trasferito dall'estero all'Italia la propria sede legale.

sexies del Tuf che, sebbene al primo comma preveda che “*in deroga all’art. 2351, quarto comma, del codice civile, gli statuti*” di società emittenti titoli quotati “*non possono prevedere l’emissione di azioni a voto plurimo*”, al secondo comma introduce tre specifiche ipotesi in cui il capitale sociale di società quotate possa essere caratterizzato anche dalla presenza di azioni a voto plurimo, ossia in caso di :

- emissione antecedente “*all’inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato*”, purché esse mantengano le proprie caratteristiche e i propri diritti;
- aumento di capitale gratuito¹¹³, ossia mediante passaggio di riserve a capitale ex. art. 2442 c.c., ovvero aumento di capitale a pagamento “*mediante nuovi conferimenti senza esclusione o limitazione del diritto d’opzione*”, qualora la società abbia già emesso, evidentemente prima della quotazione, azioni a voto plurimo e necessiti di “*mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni*”. In tal caso, salvo che lo statuto non disponga diversamente, la società può “*procedere all’emissione di azioni a voto plurimo con le medesime caratteristiche e diritti di quelle già emesse*”.
- fusione o scissione¹¹⁴: in tal caso sono le società risultanti dalla fusione o dalla scissione che possono emettere azioni a voto plurimo, alle stesse condizioni e con le stesse finalità indicate nel punto precedente, qualora abbiano preso parte all’operazione società con azioni a voto plurimo.

Mentre relativamente alla disciplina delle fattispecie di cumulo tra azioni a voto plurimo e l’altro meccanismo di rafforzamento del voto e alle correlate questioni interpretative che in tutte le citate operazioni straordinarie vengono fuori si dirà più approfonditamente in un paragrafo dedicato, in questa sede è opportuno soffermarsi sull’ipotesi di società che accede per la prima volta alla negoziazione (IPO) avendo già emesso azioni a voto plurimo. L’art. 127-sexies, secondo comma, primo periodo, prevedendo che tali azioni mantengano le loro caratteristiche e i loro diritti, consente di raggiungere l’obiettivo dichiarato dal legislatore della “mini-riforma”, ovvero incentivare il *going public* delle s.p.a. chiuse italiane, prevalentemente a controllo familiare, costituendo la permanenza post quotazione delle azioni a voto plurimo un formidabile vantaggio per la famiglia di controllo in grado di garantire alla stessa di detenere la maggioranza dei voti esercitabili in assemblea pur in assenza di una maggioranza di capitale sociale. Non prevedere una norma analoga a quella appena descritta a fianco al mantenimento del divieto di emissione di azioni a voto plurimo per le società quotate, avrebbe determinato un impatto minore sul raggiungimento di tale obiettivo di *policy* poiché lo strumento del voto maggiorato non è in grado di attribuire, per tutti i presupposti necessari alla maturazione della maggioranza, per il limite massimo di due voti e, quindi, per la sua natura

¹¹³ Ex. art. 127-sexies , comma 2, lett. a), del Tuf.

¹¹⁴ Ex art. 127-sexies, secondo comma, lett. b) del Tuf.

intrinseca, un potenziamento del diritto di voto tanto forte quanto quello ricavabile dallo strumento del voto plurimo.

In sostanza, dall'indagine sommaria sin qui condotta emerge come i due *meccanismi di governance* siano solo apparentemente vicini, essendo ben differenti in termini di natura giuridica e di finalità che di riflesso consentono di perseguire. È proprio alla luce di tali differenze che si può ora procedere ad analizzare le specifiche disposizioni che ne disciplinano il funzionamento, cercando di evidenziare le possibili ricadute che l'adozione di tali strumenti ha sulla normativa vigente, ossia quelle ricadute che abbiamo definito inizialmente come effetti sul “sistema società per azioni”.

2.1.2. Ancora in tema di campo di applicazione. Le azioni a voto potenziato nelle società cooperative: possibilità di un'applicazione analogica?

Prima di intraprendere l'analisi che si è appena proposto di realizzare, si pone il tema se la disciplina delle azioni a voto potenziato sia suscettibile di essere estesa anche al tipo "società cooperative". Il dubbio nasce in virtù delle seguenti considerazioni: le società cooperative possono, ovviamente, prevedere che il capitale sociale sia rappresentato da azioni¹¹⁵ e possono essere ammesse alla negoziazione nel mercato regolamentato; la disciplina delle società cooperative, analogamente a quella delle s.p.a., legittima deroghe statutarie al regime legale del voto che è quello, è bene ricordarlo, del voto capitolario¹¹⁶; l'art. 135-bis del Tuf nell'individuare le disposizioni in materia di s.p.a. quotate che non si applicano alle cooperative quotate, non ricomprende gli art. 127-quinquies e 127-sexies, dedicati appunto al voto maggiorato e al voto plurimo. Se, tuttavia, si considera che la novità principale arrecata dalla disciplina delle azioni a voto plurimo e maggiorato consista, come si è più volte sottolineato, nell'autorizzare l'autonomia statutaria a "derogare anche in senso incrementativo al parametro legale di commisurazione del voto degli azionisti, cioè il numero delle azioni", appare evidente come "la disciplina in esame non sia *automaticamente trasferibile* nel campo delle cooperative"¹¹⁷, poiché per esse la regola legale per l'attribuzione del diritto di voto è, lo si è detto, quella del voto per teste, una regola cioè diversa e contrapposta a quella che abbiamo definito di "democrazia plutocratica" e che caratterizza le società per azioni¹¹⁸. Riprendendo le parole di un autorevole autore che si è occupato del tema, si tratta di "*verificare quali siano i confini dell'autonomia statutaria delle cooperative in punto di derogabilità del regime legale "democratico" del voto capitolario*"¹¹⁹, tenendo in considerazione che la materia in esame è regolata non solamente da disposizioni e norme generali, ma anche da disposizioni e norme speciali destinate a trovare applicazione da un punto di vista *settoriale*¹²⁰. Orbene da un punto di vista generale, facendo quindi riferimento alle disposizioni civilistiche, con la riforma del 2003 il legislatore ha introdotto quelle diverse ipotesi di deroga di cui inizialmente si parlava, le quali tengono in considerazione sostanzialmente due diversi parametri: quello *mutualistico*, riguardante l'entità degli scambi tra cooperativa e socio; quello *capitalistico*, riguardante invece l'entità della

¹¹⁵ Ex art. 2525, primo comma, c.c., che prevede espressamente che "*Il valore nominale di ciascuna azione o quota non può essere inferiore a venticinque euro per le azioni né superiore a cinquecento euro*".

¹¹⁶ L'art. 2538, comma 2, primo periodo, c.c., dispone che "*Ciascun socio cooperatore ha un voto, qualunque sia il valore della quota o il numero delle azioni possedute*".

¹¹⁷ Cfr. G. MARASA', "Voto plurimo, voto maggiorato e cooperative" in *Banca borsa e titoli di credito* 1/1, 2016, p. 1-2.

¹¹⁸ La contrapposizione evincendosi dallo stesso dato letterale della legge. Al riguardo v. nota 116.

¹¹⁹ G. MARASA', "Voto plurimo, voto maggiorato e cooperative" in *Banca borsa e titoli di credito* 1/1, 2016, p. 2.

¹²⁰ Tuttavia, posto che la disciplina settoriale consente in alcuni casi maggiori deroghe al principio democratico (v. ad es. banche cooperative), si ritiene opportuno limitare l'analisi alla disciplina contenuta nel codice civile. Le considerazioni che seguono sono infatti suscettibili, per la portata generale delle norme, di essere estese alle diverse categorie settoriali in cui si articola il fenomeno cooperativo, salvo i casi in cui le deroghe civilisticamente previste – in particolare quelle che vedremo risultare rilevanti ai fini dell'estensione della disciplina del voto potenziato alle società cooperative – vengano espressamente escluse dalla normativa di settore.

partecipazione al capitale. E allora, nel caso in cui lo statuto preveda che il voto venga attribuito “in ragione della partecipazione allo scambio mutualistico”¹²¹ e, contemporaneamente, tale criterio sostituisca integralmente il voto capitaro – eventualità, tra l’altro, concepibile nelle sole cooperative consortili – è comunque previsto un doppio limite, poiché lo stesso statuto dovrà stabilire “*un limite per il voto plurimo per tali categorie di soci in modo che*”: il singolo socio non possa esprimere “*più di un decimo dei voti in ciascuna assemblea generale*”; la categoria di soci che così viene ad esistenza non possa vedersi attribuire complessivamente “*più di un terzo dei voti spettanti all’insieme dei soci presenti o rappresentati in ciascuna assemblea generale*”¹²². Nel caso invece in cui si faccia riferimento al parametro della partecipazione al capitale, l’art. 2358, comma 2, prevede che “*ai soci cooperatori persone giuridiche l’atto costitutivo può attribuire più voti, ma non oltre cinque, in relazione all’ammontare della quota oppure al numero dei loro membri*”. Nel caso prospettato è allora evidente che la normativa civilistica contempli in realtà, come il limite massimo dei 5 voti sottolinea, delle ipotesi di *maggiorazione del voto capitaro*, ipotesi cioè che non facciano altro che confermare il voto capitaro medesimo¹²³. L’unico “spiraglio” può essere allora individuato nell’art. 2543, comma 2, il quale prevede la possibilità per l’autonomia statutaria di “*attribuire il diritto di voto nell’elezione dell’organo di controllo*” non solo “*in ragione della partecipazione allo scambio mutualistico*”, ma anche “*proporzionalmente alle quote o alle azioni possedute*”. In aggiunta alle disposizioni esaminate, la riforma del 2003 ha introdotto ulteriori possibilità di deviazioni dal principio del voto capitaro, giustificando tali deroghe sulla base della “*natura del socio finanziatore*”¹²⁴ e della necessità, quindi, di favorire la capitalizzazione delle società cooperative. Sulla base di ciò, l’art. 2526 del codice civile prevede la possibilità per tale tipologia societaria di dotarsi di strumenti finanziari partecipativi, categoria all’interno della quale è opinione prevalente in dottrina che possano essere ricompresi anche i conferimenti attributivi della qualifica di socio¹²⁵ - incrementativi quindi del capitale sociale – che fanno così emergere la distinzione tra capitale di cooperazione e capitale di finanziamento, il quale ultimo può essere sottoscritto non solo da terzi “creditori” ma anche dagli stessi i soci, con la conseguente e ulteriore distinzione tra *soci cooperatori* e *soci finanziatori*¹²⁶. Vista la peculiarità del tipo societario in esame, il legislatore ha ovviamente posto chiari limiti atti a prevenire l’ipotesi in cui la deroga al principio capitaro *de quo* si trasformi in un mezzo per assumere il governo della società compromettendo lo scopo mutualistico, rischio, questo appena evidenziato, concepibile in virtù dei

¹²¹ Ex artt. 2538, comma 4, e 2543, comma 2, c.c.

¹²² Ex art. 2358, comma 5, c.c.

¹²³ Cfr. N. ABRIANI, L. CALVOSA, G. FERRI Jr, G. GIANNELLI e altri, “Diritto delle società [Manuale breve]”, 2012, V edizione, p. 486.

¹²⁴ Cfr. L. 366/2001, art. 5, comma 2, lett. c). Si tratta delle direttive contenute nella legge delega della riforma del 2003.

¹²⁵ L’articolo citato contiene, infatti, proprio nella sua rubrica un inequivocabile riferimento ai “soci finanziatori”.

¹²⁶ Cfr. N. ABRIANI, L. CALVOSA, G. FERRI Jr, G. GIANNELLI e altri, “Diritto delle società [Manuale breve]”, 2012, V edizione, p. 493; Cfr. G. MARASA’, “Voto plurimo, voto maggiorato e cooperative” in *Banca borsa e titoli di credito* 1/1, 2016, p. 4.

particolari interessi di cui i soci finanziatori sono portatori, evidentemente divergenti da quelli propri dei soci cooperatori e della società. Si fa riferimento, in particolare, al comma 2 del medesimo articolo, nel quale si prevede che ai soci finanziatori “*non può in ogni caso essere attribuito più di un terzo dei voti spettanti all’insieme dei soci ovvero rappresentati in ciascuna assemblea generale*”. Nonostante il legislatore non abbia disposto se per le *azioni di finanziamento* il voto debba essere capitario o proporzionale al capitale sottoscritto, è orientamento consolidato¹²⁷ che, in ragione dell’interesse non mutualistico di cui i soci finanziatori sono in genere portatori, lo statuto possa prevedere un voto rapportato al numero delle azioni medesime: la logica capitalistica dell’investimento effettuato da tale categoria di soci appare infatti molto più coerente con il principio plutocratico che con quello democratico del voto. In virtù di tali considerazioni può ritenersi sicuramente concepibile l’esistenza di una disciplina statutaria che proporzioni il numero dei voti spettanti ai singoli soci finanziatori al numero delle azioni da questi detenute, nel rispetto, ovviamente, del limite poc’anzi analizzato. È allora con esclusivo riferimento all’ipotesi delle *azioni di finanziamento* con applicazione statutaria del principio “un’azione, un voto”, che può concepirsi in astratto un’applicazione in via analogica della disciplina del voto plurimo e maggiorato. Se ciò è vero da un punto di vista eminentemente teorico, risulta tuttavia difficile immaginare una diffusione pratica di tali istituti per il fatto che l’incremento del peso, in termini di voti, del singolo socio finanziatore non potrà essere comunque sottratto al rispetto del cosiddetto “vincolo di minoranza” poc’anzi descritto che sugli stessi grava. E così, l’incremento del numero di voti a disposizione dei soci finanziatori potrà consentire il raggiungimento del limite citato del terzo dei voti con un minor investimento in termini di capitale, ma non potrà mai permettere l’ottenimento o il rafforzamento del “controllo” della società, con la conseguenza che voto plurimo e voto maggiorato non potranno mai essere utilizzati in modo da sfruttare al massimo le potenzialità loro proprie, ciò non consentendo, tuttavia, di asserire che sia di scarso rilievo pratico la loro introduzione nella società cooperativa.

¹²⁷ Cfr. G. MARASA, “Voto plurimo, voto maggiorato e cooperative” in *Banca borsa e titoli di credito* 1/1, 2016, p. 6, e in particolare v. nota 14, ove ampi riferimenti bibliografici.

2.1.3. Azioni a voto plurimo e società non quotate: modalità d'introduzione e "contenuto".

Delineata con chiarezza la natura delle azioni a voto plurimo, conviene indagare primariamente le possibili modalità di introduzione delle medesime poiché queste possono essere molteplici e, conseguentemente, molteplici sono le questioni che possono presentarsi nelle diverse fattispecie. È necessario chiarire allora, cosa si intende quando si parla di procedimento di emissione di tale categoria azionaria. Con esso si fa sostanzialmente riferimento a due operazioni logicamente distinte l'una dall'altra, ma che ben possono realizzarsi contemporaneamente: l'introduzione di una clausola statutaria che prevede tale categoria azionaria regolandone caratteristiche e diritti, con ciò andando a specificarne anche il "contenuto"; il meccanismo giuridico che porta alla loro concreta emissione¹²⁸.

Relativamente alla prima operazione menzionata occorre premettere che anche se, come più volte sottolineato, le azioni a voto plurimo rappresentano una speciale categoria azionaria, ciò non toglie che sia comunque necessaria una previsione statutaria affinché queste siano disciplinate in termini di contenuto. Con riferimento all'inserimento di tale clausola, occorre poi fare una distinzione in funzione del momento temporale in cui la stessa viene introdotta in statuto, in quanto tale introduzione può avvenire sia in sede di costituzione della società sia in un momento successivo alla sua nascita. La principale questione che si pone è allora quella di individuare correttamente i quorum necessari ai fini della valida costituzione e deliberazione dell'assemblea. E allora, è sin da subito evidente che nessuna criticità si pone nel momento in cui la società decida di dotarsi di azioni a voto plurimo già in fase di costituzione: in tal caso, infatti, gli azionisti che decidono di sottoscrivere il contratto sociale lo fanno essendo a conoscenza del suo contenuto, accettando le regole in esso previste *ab origine* e, quindi, essendo consapevoli dei possibili rapporti di potere che si potrebbero determinare con l'emissione di tale speciale categoria azionaria¹²⁹. Diverso è il discorso nell'ipotesi in cui queste vengano introdotte in una fase successiva a quella della nascita. Emettere tali azioni significherebbe infatti apportare una modifica al contratto sociale con la conseguente necessità di adottare la delibera introduttiva secondo le maggioranze previste dal codice civile per le deliberazioni dell'assemblea straordinaria, pena l'invalidità della stessa, e così: in prima convocazione saranno necessari un quorum costitutivo e un quorum deliberativo coincidenti e pari alla metà più uno del capitale sociale per le società chiuse (ex. art. 2368, secondo comma, codice civile), divergenti per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio per le quali ai fini dell'approvazione della delibera – che, è opportuno ricordarlo, può essere adottata solo in determinate ipotesi previste dall'art. 127-sexies, del Tuf – è richiesto invece il "voto

¹²⁸ Diversi, infatti, possono essere tali meccanismi. Si pensi ad esempio ad una delibera di aumento di capitale sociale con emissione di azioni a voto plurimo, oppure ad una delibera di conversione di azioni ordinarie in azioni a voto plurimo.

¹²⁹ Cfr. M. SAGLIOCCA, "Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto", in *Riv. Not.*, 2014, I, p. 936.

favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea”¹³⁰; in ipotesi di seconda convocazione e convocazioni successive saranno necessari un *quorum* costitutivo pari ad un terzo del capitale sociale e un *quorum* deliberativo pari ad almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea sia per le società chiuse che per quelle che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

Queste regole, che sono le regole “ordinarie” previste dal codice civile per le modifiche statutarie, sono in realtà valide solo per le società costituite a far data dal 31 agosto 2014, poiché per le società precedentemente costituite il legislatore ha previsto un innalzamento dei *quorum* necessari per l’introduzione successiva di tale tipologia azionaria a tutela delle minoranze non di controllo che potrebbero veder lesionati i propri diritti a seguito dell’approvazione della delibera stessa: in sostanza, il D.L. 91 del 2014 richiede come *quorum* deliberativo la maggioranza qualificata dei due terzi del capitale rappresentato in assemblea anche in prima convocazione¹³¹. La ragione di tale maggior tutela accordata alle minoranze azionarie di società preesistenti all’entrata in vigore del Decreto è da rinvenirsi nel fatto che si fa riferimento a società costituite in un sistema normativo in cui vigeva il divieto di voto plurimo, ossia in un sistema in cui il socio di minoranza non aveva certamente preso in considerazione la possibilità di emissione di azioni a voto plurimo nel momento di effettuazione dell’investimento azionario. È bene notare che mentre il regime sopra definito “ordinario” prevede in prima convocazione un *quorum* deliberativo commisurato al “capitale sociale”, il regime “speciale” prevede, sempre in prima convocazione, un *quorum* deliberativo da raffrontarsi al “capitale rappresentato in assemblea”. Ben potrebbe accadere, pertanto, che il raggiungimento dei due terzi del capitale rappresentato in assemblea avvenga con un numero di voti inferiore a quello necessario al raggiungimento della metà più uno del capitale sociale, con un risultato contrario a quello cui la norma in questione è preordinata, con un indebolimento, quindi, del livello di tutela delle minoranze. Se, allora, il fine della norma che introduce questo regime “speciale” è quello di rafforzare la tutela di cui godono i soci nel regime “ordinario”, non si può concludere se non nel senso di un cumulo dei due *quorum*¹³²: per quelle società per cui si applica il regime “speciale”, l’assemblea straordinaria deve deliberare, in prima convocazione, con il voto favorevole dei due terzi del capitale sociale rappresentato in assemblea; il raggiungimento di tale *quorum* non è tuttavia sufficiente se assieme ad esso non si raggiunge anche la soglia della metà più uno del capitale sociale. A fianco a tali considerazioni, non va dimenticato il possibile impatto dell’introduzione delle azioni a voto plurimo mediante modifica statutaria sulle azioni già esistenti,

¹³⁰ Ex art. 2368, secondo comma, secondo periodo, c.c.

¹³¹ Ex art. 212 disp. att. del codice civile, così come modificato dal decreto legge n. 91/2014.

¹³² In tal senso si esprime P. ABBADESSA sottolineando che “*rapportando la percentuale necessaria per l’approvazione della delibera al capitale rappresentato in assemblea, l’incremento dei voti necessari per l’approvazione della delibera rispetto all’ordinario (50% del capitale sociale) si realizza solo nel caso in cui si presentino al voto soci in misura superiore al 75% del capitale sociale, là dove, nel caso in cui l’affluenza sia più bassa, l’effetto sarà quello non dell’aumento, ma della riduzione dei consensi necessari*”. Cfr. P. ABBADESSA, “Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina”, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a M. Libertini*, Milano, 2015, p. 6.

specie qualora tra queste siano rinvenibili ulteriori categoria speciali. In tale situazione , nel caso in cui l'introduzione di azioni a voto plurimo arrechi un pregiudizio ai diritti di altre categorie azionarie sarebbe necessaria, in aggiunta alle maggioranze qualificate sopra individuate, anche l'approvazione da parte delle assemblee speciali degli azionisti appartenenti alle categorie che verrebbero lese, in assenza della quale la delibera introduttiva sarebbe improduttiva di effetti¹³³.

Per quel che concerne invece i meccanismi con cui concretamente si giunge all'emissione di azioni a voto plurimo, essi possono essere sostanzialmente due: la conversione di azioni ordinarie in azioni a voto plurimo e l'aumento di capitale, gratuito o a pagamento, con emissione (anche) di azioni a voto plurimo. I problemi che si pongono in queste fattispecie possono essere diversi e attengono principalmente al rispetto del generale principio di parità di trattamento degli azionisti¹³⁴. *Nulla quaestio* nei casi di conversione di tutte le azioni in azioni a voto plurimo e di conversione di solo parte delle azioni con consenso unanime dei soci. Invece, la dottrina è divisa circa la disciplina applicabile in ipotesi di deliberazione di conversione adottata a maggioranza. Alcuni ritengono che i soci di maggioranza non possano votare solamente sulla conversione delle loro azioni ordinarie in azioni a voto plurimo o, addirittura, non possano votare affatto. In tale ipotesi infatti, pur non essendo configurabile una fattispecie di conflitto d'interessi – essendo quest'ultimo concepibile, ai sensi dell'art. 2373, cod. civ., solamente fra socio e società e non tra socio e socio – ben si potrebbe parlare di *“disparità di trattamento tra i soci e, quindi, di grave ed evidente abuso della maggioranza ai danni della minoranza, il che palesemente minerebbe di illegittimità la deliberazione che fosse assunta in tal senso”*¹³⁵. Altri, sempre nell'ottica della parità di trattamento degli azionisti, ritengono che conversioni in azioni a voto plurimo di azioni ordinarie o comunque di categorie azionarie preesistenti selettivamente individuate o a favore di alcuni azionisti non possano essere considerate legittime in via assoluta e, quindi, indipendentemente dalla partecipazione o meno alla votazione da parte del socio (o del gruppo di soci) di maggioranza¹³⁶, con la conseguenza che ogni deliberazione di questo tipo configurerebbe un'ipotesi di *“abuso della maggioranza ai danni della minoranza”*.

Per quel che riguarda invece l'aumento di capitale, occorre distinguere se esso sia fatto a norma dell'art. 2442 c.c. oppure se si tratti di aumento di capitale a pagamento. Mentre nel primo caso – prevedendo la norma citata, al secondo comma, che *“le azioni di nuova emissione devono avere le stesse caratteristiche di quelle in circolazione, e devono essere assegnate gratuitamente agli azionisti in proporzione di quelle da essi già possedute”* – non si possono emettere azioni a voto plurimo, salvo che esse non siano già presenti nel capitale sociale, nel qual caso la loro emissione dovrebbe avvenire in misura proporzionale alla loro presenza nel capitale medesimo così da non

¹³³ Cfr. G.F. CAMPOBASSO, “Diritto commerciale 2, Diritto delle Società”, Milano 2013, p. 211.

¹³⁴ Per il quale si rimanda al primo capitolo, specificamente al paragrafo 1.1.1.

¹³⁵ Cfr. A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, *op. cit.* (v. nota 9), p. 1056.

¹³⁶ Così, per tutti, N. ABRIANI, *op. cit.* (v. nota 100), p. 15.

alterare i rapporti di potere tra i soci, nella seconda ipotesi la questione è più complessa entrando in gioco le norme in tema di diritto di opzione. In sede di aumento di capitale a pagamento non sorgono problemi in termini di lesione della parità di trattamento degli azionisti qualora le azioni a voto plurimo di nuova emissione siano offerte in opzione a tutti i soci, poiché non verrebbe pregiudicata la possibilità di ognuno di mantenere inalterato il proprio peso nella compagine sociale. È evidente che un'ipotesi del genere, seppur astrattamente concepibile, è destinata a non trovare alcuna applicazione pratica poiché nascendo tale tipologia azionaria proprio con lo scopo di alterare il peso relativo dei soci nella compagine sociale, potenziando le prerogative amministrative di alcuni di questi a discapito di altri, non si capirebbe quale sarebbe l'incentivo o l'interesse perseguito con la realizzazione di un'operazione simile. Ha allora senso soffermarsi sull'altra possibilità, questa volta destinata a trovare sì concreta esecuzione, cioè l'ipotesi di limitazione o esclusione del diritto d'opzione, con conseguente possibilità di optare per l'acquisto delle azioni a voto plurimo di nuova emissione riservata esclusivamente ad una parte del capitale sociale. La questione che emerge in tale fattispecie riguarda la legittimità della soppressione totale o parziale del diritto d'opzione in caso di emissione di azioni a voto plurimo. Infatti, sulla base dell'art. 2441, quinto comma, del codice civile, *“quando l'interesse della società lo esige, il diritto d'opzione può essere escluso o limitato con la deliberazione di aumento di capitale”*, con ciò configurandosi un'ipotesi astratta di compatibilità tra emissione di azioni a voto plurimo e limitazione o esclusione del diritto in questione, da verificarsi poi caso per caso sulla base di concrete e oggettive “esigenze” societarie¹³⁷.

Delineati i meccanismi utilizzabili in astratto, si può evidenziare che la scelta operativa tra questi dipenderà, ovviamente, dalle ragioni che nel caso specifico motivano l'introduzione di tale categoria azionaria. Ad esempio, nel caso in cui, conformemente alle attese del legislatore *supra* individuate, si voglia raccogliere capitale di rischio senza ridurre il proprio potere di controllo, si potrebbe deliberare, con competenza dell'assemblea straordinaria, una conversione delle azioni ordinarie in azioni a voto plurimo con una successiva deliberazione di aumento di capitale con emissione di azioni ordinarie.

Non resta ora che analizzare più nel dettaglio l'articolo 2351 del codice civile ed in particolare la parte dello stesso che disciplina il possibile “contenuto” che può caratterizzare le azioni a voto plurimo. Un primo problema che si è sollevato sul tema in esame, è stato quello dell'ammissibilità del “voto plurimo decimale”, ossia di azioni a voto plurimo con attribuzione di un diritto di voto maggiore di uno espresso in termini decimali (ad esempio un'azione con voto pari a 1,5 o 2,5). Infatti, la disposizione in esame si ferma alla fissazione del tetto massimo di voto plurimo,

¹³⁷ Circa i confini della “esigenza” correlata all'interesse sociale è difficile procedere ad una precisa individuazione, data la genericità del termine utilizzato. Secondo l'impostazione giurisprudenziale dominante si ritiene che il contenuto di tale esigenza coincida con la *“soluzione ragionevolmente più conveniente per la collettività societaria”*. V. Trib. Milano, 31 gennaio 2015, in *Giur. It.*, 2005, p. 1865, con nota di S. CERRATO.

individuato nella misura di tre voti per azione, non specificando nulla al riguardo. La dottrina è divisa sulla questione. Alcuni ritengono, sulla base del tenore letterale della norma che dispone che “ciascuna azione a voto plurimo può avere fino a un massimo di tre voti”¹³⁸, che i “decimali” di voto non siano ammissibili¹³⁹. L’argomentazione non appare condivisibile e per comprendere le ragioni di ciò occorre considerare che la questione può essere generalizzata in termini di ammissibilità nel sistema “società per azioni” dell’attribuzione ad una singola azione non di un diritto di voto completo, ovverossia un voto, bensì di una frazione di diritto di voto. Proprio a seguito di questa generalizzazione del problema è opportuno richiamare quanto già affermato nel primo capitolo parlando della natura della società per azioni e, in particolare, delle ragioni dell’utilizzo dello strumento azionario come unità di misura della partecipazione al capitale sociale: esso è totalmente neutrale sia rispetto alla quantità e alla natura dei diritti in esso incorporati, sia rispetto a come quegli stessi diritti sono attribuiti; esso costituisce solo l’unità di misura sulla cui base determinare i diritti spettanti ai soci. Per tali motivi e poiché non esistono nel nostro ordinamento norme che vietano l’attribuzione di voti frazionati e, inoltre, non incidendo una configurazione del genere su diritti indisponibili non essendo tale il diritto di voto¹⁴⁰, si può concludere circa la possibilità che la clausola statutaria introduttiva delle azioni a voto plurimo preveda l’attribuzione alle stesse di un quantitativo di voti espresso in termini decimali¹⁴¹. Dei problemi potrebbero presentarsi in ambito operativo relativamente alla spettanza del voto, ovvero che per poter esercitare il voto il socio debba essere titolare di un complesso di azioni tale per cui le frazioni di voto si cumulino fino al raggiungimento dell’unità.

Oltre ad individuare la soglia massima di voti attribuibili a ciascuna azione a voto plurimo, l’art. 2351 opera una tipizzazione circa alcune possibili configurazioni che lo stesso può assumere, donandogli maggiore flessibilità e garantendo che lo stesso possa essere adattato alle esigenze concrete di specifiche fattispecie societarie. Si fa riferimento alle ipotesi, cui in parte si è già accennato, di attribuzione del voto plurimo:

- per ogni deliberazione dell’assemblea;
- limitatamente a certi argomenti;
- subordinatamente al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative.

Mentre il primo punto costituisce fattispecie ordinaria che trova applicazione qualora lo statuto introduca tali azioni specificando il numero di voti a ciascuna spettanti e senza null’altro disporre, il “voto plurimo per argomenti” e il “voto plurimo condizionato” costituiscono delle fattispecie che richiedono un’espressa regolamentazione statutaria e che, pertanto, risultano meritevoli di una breve

¹³⁸ Ex art. 2351 c.c., comma 4.

¹³⁹ Cfr. A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, pag. 1053, nt. 16.

¹⁴⁰ Al riguardo si ricorda anche la possibilità, prevista dall’ordinamento, di emissione di azioni totalmente prive del diritto di voto.

¹⁴¹ Cfr. B. MASSELLA DUCCI TERI, “Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e *loyalty shares* all’italiana” in *Rivista di Diritto Commerciale*, 2014, II, p. 469, nt. 9.

riflessione. E così, si può specificare che il “voto plurimo per argomenti” può riguardare sia la tipologia di assemblea, ossia con la possibilità di beneficiare dello stesso limitatamente alle deliberazioni dell’assemblea ordinaria o straordinaria, oppure può riguardare una certa materia, come ad esempio la nomina degli amministratori, oppure, ancora, tutti gli argomenti eccetto alcuni. Questi spazi di autonomia statutaria possono essere poi variamente combinati tra loro¹⁴². Dall’altro lato, il “voto plurimo condizionato”, configura una particolare fattispecie in cui il beneficio del voto plurimo è soggetto a condizione sospensiva, ossia è “bloccato” sino al verificarsi dell’evento, futuro e incerto, dedotto in condizione. La norma specifica, inoltre, che deve trattarsi di una condizione non meramente potestativa, ovvero indipendente dalla “*mera volontà*” di una delle parti¹⁴³ e, quindi, non rimessa al libero arbitrio di alcuno¹⁴⁴. Se la condizione presupposta dalla norma è quella c.d. sospensiva, sorge spontaneo l’interrogativo della ammissibilità di una condizione risolutiva, cioè una condizione al verificarsi della quale l’azione a voto plurimo perde la sua particolare prerogativa, convertendosi automaticamente in azione ordinaria. Si può richiamare l’orientamento della dottrina circa l’ammissibilità di una simile condizione per le azioni a voto limitato, secondo la quale non vi sarebbe alcun ostacolo a prevedere categorie di azioni a voto pieno ma condizionato risolutivamente al verificarsi di un certo evento futuro e incerto¹⁴⁵. Estendendo tale soluzione alle azioni a voto plurimo, si può ritenere legittima l’apposizione di una condizione risolutiva alle azioni a voto plurimo, tale per cui le stesse perdano il potenziamento del voto al verificarsi della condizione medesima.

¹⁴² Per alcuni esempi si rimanda al precedente paragrafo.

¹⁴³ Ex art. 1355 c.c.

¹⁴⁴ In tal senso v. Cass. Civ. 16 maggio 2006, n. 728 e, da ultimo, Cass. Civ. 21 maggio 2007, n.11774. Altro tema interessante riguarda l’individuazione dell’organo deputato all’accertamento del verificarsi della condizione, relativamente al quale si può richiamare la dottrina che si è occupata del tema con riferimento però alle azioni a voto limitato. In tal senso sono individuabili due orientamenti: secondo il primo tale incombenza spetterebbe al presidente dell’assemblea; secondo il secondo essa spetterebbe all’organo di gestione. Cfr. ASSONIME, Circolare n. 10/2015, pag. 19 (nt. 37-38). Ciò non toglie che la questione possa essere risolta con un’apposita previsione statutaria.

¹⁴⁵ Cfr. N. ABRIANI, “Le azioni e gli altri strumenti finanziari”, in *Trattato di diritto commerciale*, Cottino, Padova, 2010, p. 297.

2.1.4. Azioni a voto plurimo e funzionamento assembleare: quorum costitutivi e deliberativi

Alcune questioni interpretative più interessanti di quelle sin qui esposte, che attengono sempre a dinamiche interne alla società e che, per tal motivo, potremmo definire come *questioni endosocietarie*¹⁴⁶, si sono poste in relazione al funzionamento dell'organo assembleare della società per azioni in caso di emissione di azioni a voto plurimo, con particolare riferimento alla computabilità delle medesime nel calcolo dei *quorum* che il legislatore ricollega al raggiungimento di determinate "quote di capitale", come avviene di norma per tutti i *quorum* costitutivi e per alcuni tra quelli deliberativi. Il problema risulta essere di non agevole soluzione, posto che nessuna disposizione è stata apprestata dal legislatore sul tema a differenza di quanto invece previsto per l'istituto della maggiorazione del voto. È evidente che nessun problema si pone circa la rilevanza del voto plurimo per i quorum deliberativi ancorati al numero di voti: in tal caso, se non si riconoscesse a tali azioni una rilevanza plurima non avrebbe senso la stessa introduzione dell'istituto nell'ordinamento, poiché verrebbe completamente annullata la sua funzione.

Prendendo primariamente in considerazione i quorum costitutivi, occorre verificare se le percentuali minime rappresentate in assemblea e necessarie per la valida costituzione della medesima:

- debbano continuare ad essere calcolate sulla base del capitale "nominale" e quindi, posto che "*le azioni devono essere di uguale valore*"¹⁴⁷, continuare ad essere riferite al numero complessivo delle azioni;
- oppure debbano essere riferite al *numero complessivo dei voti*, e non delle azioni, adottando quindi un'interpretazione correttiva del dato letterale delle disposizioni sul tema.

È evidente la differenza tra le due possibili soluzioni: nel primo caso l'esito è quello di riconoscere a ciascuna azione lo stesso peso indipendentemente, quindi, dal numero di voti di cui è portatrice, con la conseguenza che le azioni a voto plurimo finirebbero per assumere una *rilevanza unitaria* e non multipla, come tutte le altre; nel secondo caso, si determina una differenziazione tra azioni a voto plurimo e azioni ordinarie (e/o altre categorie azionarie con diritto di voto), con la conseguenza che le prime finirebbero per assumere, in maniera diametralmente opposta all'ipotesi precedente, una *rilevanza multipla* rispetto alle seconde. Sulla soluzione da preferire la dottrina è divisa, anche se la parte prevalente della stessa tende a privilegiare la seconda soluzione, argomentando sulla base di due specifiche disposizioni, una delle quali disciplina esplicitamente questo tema pur con riferimento al voto maggiorato. Si fa riferimento all'art. 127-*quinquies*, ottavo comma, primo periodo, del T.u.f., il quale espressamente accoglie la seconda soluzione prevedendo che "*se lo statuto non dispone diversamente, la maggiorazione del diritto di voto si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale*". A fianco a tale disposizione, l'argomentazione della dottrina dominante muove anche

¹⁴⁶ Cfr. I. POLLASTRO, *op. cit.* (nota 24), pag. 47.

¹⁴⁷ Ex art. 2348 c.c.

dall'analisi dell'art 2368, primo comma, c.c., il quale prevede che *“l'assemblea ordinaria è regolarmente costituita con l'intervento di tanti soci che rappresentino almeno la metà del capitale sociale, escluse dal computo le azioni prive del diritto di voto nell'assemblea medesima”*, nel senso che a dover essere rappresentata complessivamente in assemblea è una percentuale non dell'intero capitale sociale, bensì di quella sua sola parte rappresentata da azioni dotate di diritto di voto, ossia il c.d. *capitale votante*¹⁴⁸. Sulla base di questa impostazione, dal combinato disposto delle due norme appena esposte potrebbe ricavarsi un principio generale che individua la base di calcolo dei quorum costitutivi direttamente nel numero complessivo di voti, e non nel numero di azioni con la conseguenza che il “peso” di ciascuna azione dipenda direttamente dal numero dei voti che la stessa incorpora. Principio generale analogo a quello espressamente previsto dall'art. 120 del Tuf in materia di “assetti proprietari”, secondo cui, limitatamente alle società emittenti titoli quotati, *“per capitale di società per azioni si intende quello rappresentato da azioni con diritto di voto”* con l'ulteriore precisazione che *“nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, per capitale si intende il numero complessivo dei diritti di voto”*. La parte della dottrina che invece, sottolineando che la *“prerogativa che caratterizza la categoria delle azioni a voto plurimo, non solo consista, ma si esaurisca nel “potenziamento” di uno specifico diritto, o, meglio, potere organizzativo, quello, appunto, di voto*”¹⁴⁹, giunge ad accogliere la prima delle due soluzioni prospettate muove le proprie argomentazioni dall'analisi delle medesime norme, adottando però un'interpretazione differente. In merito all'art. 128-quinquies, comma 8, del Tuf, l'orientamento in esame sostiene che essendo la norma riferita al voto maggiorato ed essendo quest'ultimo diverso da un punto di vista tipologico dalle azioni a voto plurimo, non si può a queste estendere la disciplina in esso prevista in virtù di un'applicazione in via analogica della norma. Ed anzi, proprio per tal differenza in termini di natura è possibile ravvisare nella disposizione non una norma di principio, bensì una “regola eccezionale” e, quindi, riferibile esclusivamente al voto maggiorato. L'eccezionalità della norma sarebbe inoltre desumibile dalla seguente considerazione: azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto sono stati introdotte contemporaneamente con il medesimo intervento normativo e solamente per il secondo strumento è stata prevista la computabilità del “voto doppio” nel calcolo dei *quorum* costitutivi, poiché né l'art. 2351, comma 4, del codice civile, né l'art. 127-sexies del Tuf prevedono qualcosa di simile per il primo.

In aggiunta, considerando l'art. 2368, primo comma, c.c., la dottrina minoritaria nega una totale specularità tra azioni a voto plurimo e azioni senza voto che, sebbene possano essere qualificate entrambe sotto la dicitura di *Control Enhancing Mechanisms* poiché, come si è avuto modo di

¹⁴⁸ Cfr. M. SAGLIOCCA, *op cit.* (v. nota 114), p. 940.

¹⁴⁹ Cfr., per tutti, G. FERRI JR., “Azioni a voto plurimo e maggiorato: profili tipologici”, in *Rivista del notariato*, 4/1, 2015, p. 762.

esemplificare nel primo capitolo, consentono entrambe un rafforzamento della posizione del socio di controllo, in realtà dal punto di vista della natura giuridica sono sostanzialmente differenti; differenza che invece si andrebbe a negare con l'interpretazione prospettata dalla dottrina dominante. D'altronde, è la stessa legge che dimostra di non considerare azioni a voto plurimo e azioni senza voto totalmente speculari, nel momento in cui consente alle società quotate l'emissione di azioni senza voto nella forma delle azioni di risparmio, ma non consente l'emissione di azioni a voto plurimo, fatte salve le limitate eccezioni che si è avuto modo di richiamare poco sopra, e che sottolinea, ulteriormente, che l'uguaglianza "capitale di società per azioni – numero di voti" prevista dall'art. 120 del Tuf sia da riferirsi in via esclusiva all'applicazione della specifica disciplina dedicata agli assetti proprietari.

Seppure, nonostante tali argomentazioni, si volessero comunque considerare le azioni a voto plurimo e le azioni senza voto come due strumenti tra loro speculari, allora anche in tal caso è possibile evidenziare delle criticità nell'argomentazione proposta dalla dottrina dominante. In particolare, la norma prevista dall'art. 2368 c.c. che esclude la computabilità delle azioni senza voto nel calcolo dei quorum costitutivi è volta a rispondere ad una *esigenza specifica*, ovvero quella di evitare che in ipotesi di emissione di azioni prive del diritto di voto il *quorum* costitutivo dell'assemblea ordinaria, coincidente con la metà del capitale sociale, non venga quasi mai raggiunto¹⁵⁰, potendo "intervenire all'assemblea" esclusivamente "azionisti a cui spetta il diritto di voto"¹⁵¹ ed essendo le azioni senza voto una tipologia azionaria per legge non rappresentabile in assemblea. Ciò non fa che sottolineare, di nuovo, come la norma in esame al pari delle altre due citate sia dotata di eccezionalità e che, quindi, da essa non possa ricavarsi principio generale alcuno. Alla luce delle considerazioni fatte nel precedente paragrafo circa la differente natura tra azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato e della conseguente eccezionalità delle disposizioni che in questa sede si sono analizzate è preferibile adottare, a parere di chi scrive, la prima delle due soluzioni prospettate ovvero¹⁵² quella che prevede che i *quorum* costitutivi debbano calcolarsi con riferimento al capitale sociale nella sua interezza, cioè al *numero complessivo delle azioni*, ciascuna da considerarsi con identico "peso" in ragione dell'uguaglianza in termini di valore nominale, al netto delle azioni istituzionalmente prive del diritto di voto. Sulla base di ciò si può affermare che, in realtà, l'unico principio generale è quello che prevede, in ragione della funzione propria dei quorum costitutivi (ossia garantire una "rappresentatività minima in assemblea"), che ciascuna azione sia "rappresentativa" in ambito assembleare in funzione del suo valore nominale - salvo deroghe eccezionali motivate da esigenze specifiche quale quella delle azioni senza voto - e che tale "rappresentatività" sia identica per ogni azione data l'eguaglianza tra le stesse in termini nominali.

¹⁵⁰ Nell'estrema ipotesi di emissione di azioni prive del diritto di voto nella misura massima consentita dal legislatore, il quorum costitutivo verrebbe a coincidere con la totalità delle azioni legittimate ad essere rappresentate in assemblea.

¹⁵¹ Ex. art. 2370, primo comma, c.c.

¹⁵² Si accoglie la soluzione prospettata da G. FERRI Jr, op. cit. (v. nota 151), pag. 765 e ss.

In sostanza e in conclusione, l'applicabilità in via analogica alle azioni a voto plurimo della deroga a tale principio prevista per le azioni istituzionalmente senza voto non trova ragion d'essere, poiché le prime a differenza delle seconde non possono essere considerate istituzionalmente *assenti* quanto, invece, istituzionalmente *presenti*¹⁵³.

È evidente, a questo punto, che analoghe considerazioni possano essere mosse con riferimento a quelle ipotesi in cui anche il *quorum* deliberativo sia commisurato al valore nominale del capitale ovvero quando esso è basato sul voto favorevole di azioni che rappresentano la maggioranza delle azioni presenti in assemblea e che, contemporaneamente, rappresentino una determinata percentuale del capitale sociale. Si fa in particolare riferimento all'art. 2368, secondo comma, c.c., il quale prevede che *“l'assemblea straordinaria delibera con il voto favorevole di tanti soci che rappresentino più della metà del capitale sociale, se lo statuto non richiede una maggioranza più elevata”*. La scelta di ricollegare il *quorum* deliberativo al voto favorevole di una quota minima di capitale, o, meglio, di azioni rappresentative di tale quota, sottolinea l'intenzione del legislatore di commisurare il potere di voto anche al valore nominale e, quindi, all'ammontare dell'investimento, così ridonando rilevanza, seppur in certe specifiche ipotesi, a quel principio di proporzionalità “potere-rischio-responsabilità” che con le numerose deroghe introdotte progressivamente dal legislatore e rimesse all'autonomia statutaria è divenuto col tempo meno forte. In sostanza anche per questi *quorum* deliberativi, così come per tutti i *quorum* costitutivi, continua ad assumere rilevanza il numero delle azioni e non il numero dei voti, riducendosi in tal modo la portata concreta dello strumento delle azioni a voto plurimo. C'è chi allora ha avanzato l'ipotesi che siffatta soluzione svuoterebbe totalmente di significato lo strumento in esame, anche se va evidenziato come in realtà ciò non sia vero poiché con essa si va sostanzialmente ad affermare l'esistenza di un sistema basato, per alcune deliberazioni, su una doppia maggioranza: una relativa al numero dei voti rappresentati in assemblea; l'altra relativa al capitale sociale nella sua interezza e, quindi, al numero delle azioni. In sostanza, si può affermare che lo svuotamento della funzione propria delle azioni a voto plurimo non sia in realtà totale, come paventato dalla dottrina dominante nel caso in cui la soluzione presentata venga preferita, bensì limitato alle sole ipotesi in cui anche il *quorum* deliberativo sia, per determinate ragioni, ancorato anche al capitale sociale, ipotesi nelle quali, tra l'altro, le azioni a voto plurimo continuano ad avere rilevanza, seppur con esclusivo riferimento alla prima delle due maggioranze, quella relativa al numero dei voti. Con quanto sinora affermato, si vuole evidenziare come la soluzione proposta dalla dottrina minoritaria¹⁵⁴ alla questione in esame e che in questo lavoro si accoglie sia perfettamente coerente con la natura giuridica delle azioni a voto plurimo, le quali rappresentano, come si è avuto modo di evidenziare precedentemente, una categoria speciale di azioni dotata di un diritto di voto potenziato. A ciò si può aggiungere un'ulteriore considerazione che consente di precisare in cosa consista effettivamente il

¹⁵³ V. nota precedente.

¹⁵⁴ V. nota 139.

potenziamento del voto, poiché è proprio in esso che si esaurisce la particolarità delle azioni a voto plurimo. Data l'ambiguità letterale dell'art. 2351, quarto comma, cod. civ., il quale parla da un lato di "diritto di voto plurimo" (al singolare) e, dall'altro, di pluralità di voti (al plurale) la precisazione che si intende fare potrebbe portare a due risposte tra loro alternative secondo le quali il potenziamento del voto:

- si risolve nel riconoscimento alla singola azione di più voti; ovvero
- si risolve nell'attribuzione al singolo e unico voto spettante a ciascuna azione, di un "peso plurimo", rispetto ai voti spettanti alle azioni a voto non plurimo¹⁵⁵.

La disquisizione teorica che si sta conducendo possiede, si badi bene, un'importante rilevanza operativa in quanto propendere verso la prima o la seconda soluzione implica rispettivamente riconoscere o disconoscere l'ammissibilità di voti che sebbene appartengano alla medesima azione possano essere espressi in maniera *divergente*. La soluzione preferibile e coerente con la natura dello strumento *de quo* pare essere la seconda, poiché da un lato l'art. 2351, comma uno, del codice civile, dispone che "*ogni azioni attribuisce "il" diritto di voto*" e non il diritto ad "un" voto e, dall'altro, l'art. 2347 del codice civile rubricato "Indivisibilità delle azioni" in ipotesi di comproprietà che afferma il principio, appunto, dell'indivisibilità della partecipazione azionaria in quanto unità di misura della partecipazione al capitale sociale. Il contenuto di tale disposizione infatti, deve ritenersi applicabile, dato il silenzio del legislatore, anche all'ipotesi di comproprietà di azioni a voto plurimo, con la necessaria nomina di un rappresentante comune che eserciti i diritti dei comproprietari e con la conseguente conferma del fatto che anche in tal caso si sia in presenza comunque di un solo voto che, come tale, deve essere esercitato da un unico soggetto da nominare. In conclusione tutte queste considerazioni consentono di sottolineare ancora una volta la differenza in termini di natura giuridica tra azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, differenza consistente, come già evidenziato, nel fatto che la seconda introduce un elemento di "personalizzazione" nella disciplina della società per azioni, rappresentando un "premio" per l'azionista "fedele", mentre la prima introduce un privilegio amministrativo relativo non alla figura del socio, bensì alla singola partecipazione azionaria. Quello che si vuole dire è che mentre le azioni a voto plurimo attribuiscono ciascuna un diritto di voto a peso plurimo, la maggiorazione del voto consente al socio "beneficiario" di esercitare più voti rispetto a quelli ad esso spettanti in ragione del numero di azioni possedute così potendosi ricostruire la prerogativa che tale strumento incorpora come una fattispecie di *pluralità di voti*, esercitabili, in linea di principio, anche in modo divergente.

Un'ultima considerazione, non di poca rilevanza, va fatta sulle ricadute dell'emissione di azioni a voto plurimo sull'esercizio degli altri diritti sociali diversi dal diritto di voto posti in genere a tutela delle minoranze azionarie, ai quali di solito si fa riferimento con l'espressione "*poteri di voice*"¹⁵⁶.

¹⁵⁵ Cfr. G. FERRI JR, "Azioni a voto plurimo e maggiorato: profili tipologici", in *Rivista del notariato*, 4/1, 2015, p. 769.

¹⁵⁶ Si tratta, ad esempio, del diritto di chiedere la convocazione dell'assemblea ex art. 2376 c.c., dell'azione di responsabilità contro gli amministratori ex art. 2393-bis c.c., della *denuncia al tribunale* ex art. 2409 c.c.

Nonostante nulla sia espressamente previsto dal legislatore al riguardo, sembra pacifico che la presenza di azioni a voto plurimo tra le azioni emesse dalla società non abbia rilievo alcuno. Si fa infatti riferimento a delle prerogative che sono state concepite, come già detto, come mezzo di tutela delle minoranze azionarie, cioè di quegli azionisti che pur non detenendo la maggioranza del capitale sociale, siano titolari, singolarmente o congiuntamente, di una percentuale di partecipazione al capitale medesimo minimale¹⁵⁷, che li legittimi ad agire in tutte quelle occasioni in cui la maggioranza cerchi di indirizzare le scelte societarie o di coprire la *mala gestio* degli amministratori abusando della propria posizione. In queste ipotesi, dunque, l'emissione di azioni a voto plurimo non dovrebbe avere alcuna influenza, non dovendosi computare le stesse nel calcolo delle percentuali che legittimano l'esercizio dei diritti e delle facoltà esaminati.

¹⁵⁷ Si ricorda, inoltre, che la previsione di una soglia minima di partecipazione al capitale per l'esercizio di tali diritti è funzionale ad evitare comportamenti ostruzionistici da parte di minoranze azionarie che potrebbero compromettere il regolare svolgimento dei lavori assembleari.

2.1.5. *Maggiorazione del voto nelle s.p.a. quotate o quotate e dinamiche endosocietarie.*

Entrando nel dettaglio della disciplina generale delle azioni con voto maggiorato, si vogliono a questo punto indagare, in maniera speculare a quanto si è fatto per le azioni a voto plurimo, alcune dinamiche endosocietarie che vengono ad esistenza con l'introduzione di tale strumento da parte di s.p.a. quotate o non quotate, purché quest'ultime abbiano intrapreso il processo di quotazione, con particolare riguardo, quindi, alle modalità di introduzione del voto maggiorato, al suo possibile "contenuto", alla maturazione del beneficio e, infine, all'impatto della sua introduzione sulle regole di diritto societario concernenti l'esercizio dei diritti sociali.

Anche per tale strumento, al pari di quanto si è visto con riferimento al voto plurimo, l'introduzione richiede evidentemente l'apposizione di una clausola statutaria *ad hoc* che contempli la possibilità di riconoscere ai titoli azionari un voto maggiorato, fino al massimo di due voti per azione. Tale clausola dovrà evidentemente disciplinare oltre allo specifico "contenuto" dello strumento anche quegli altri aspetti peculiari che lo differenziano dal "voto plurimo". E così, essa dovrà prevedere il termine del possesso continuato, che potrebbe essere superiore a quello minimo fissato dal legislatore, nonché *"le modalità per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti, prevedendo in ogni caso un apposito elenco"*¹⁵⁸. Detto ciò, anche nel caso di introduzione della clausola di maggiorazione del voto in una fase che può evidentemente essere solo successiva alla costituzione della società, i *quorum* costitutivi e deliberativi necessari sono esattamente quelli previsti dagli artt. 2368 e 2369 del codice civile, per le assemblee straordinarie, in quanto mediante tale introduzione si opera, ovviamente, una modifica statutaria. Anche in tal caso, come nel caso delle azioni a voto plurimo, è stato previsto un regime "speciale" che deroga alle regole ordinarie in tema di *quorum* assembleari, avente però, e questa è la differenza, non solo natura transitoria ma anche direzione e finalità differenti. Di fatto, mentre nel caso delle azioni a voto plurimo il regime "speciale" prevede un innalzamento del *quorum* deliberativo in sede di prima convocazione funzionale, come già ampiamente evidenziato, a garantire una maggiore tutela delle minoranze azionarie, la c.d. "mini-riforma" ha invece previsto per l'introduzione della clausola in questione una finestra temporale caratterizzata dall'abbassamento del *quorum* deliberativo necessario disponendo che *"in sede di prima applicazione, le deliberazioni di modifica dello statuto assunte entro il 31 gennaio 2015 da società aventi titoli quotati nel mercato regolamentato italiano"* con cui si introduce la possibilità di creare azioni a voto maggiorato *"sono prese, anche in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno la maggioranza del capitale rappresentato in assemblea"*¹⁵⁹.

La previsione della maggioranza semplice dei presenti in sostituzione della maggioranza qualificata della metà del capitale sociale "ordinariamente" prevista è indicativa, assieme alla previsione

¹⁵⁸ Ex art. 127-quinquies, comma 2, primo periodo, del Tuf.

¹⁵⁹ Ex art. 20, comma 1-bis, D.L. 91/2014.

dell'art. 127-quinquies, comma 6, del Tuf, che esclude il diritto di recesso per i soci che non hanno concorso all'approvazione della delibera medesima¹⁶⁰, del particolare *favor* del legislatore verso tale istituto¹⁶¹, *favor* dipendente dalle finalità che con la sua introduzione si è inteso perseguire ossia, come ampiamente approfondito *supra*, incentivare gli investimenti di lungo periodo così da consentire un consolidamento del pacchetto di controllo e, conseguentemente, un più efficace ed effettivo esercizio del potere di *monitoring* da parte di chi tale pacchetto detiene, con benefici in termini di stabilità degli indirizzi gestori e di riduzione della volatilità dei corsi azionari. È interessante sottolineare come sia possibile che la proposta relativa all'introduzione della clausola statutaria in questione possa essere presentata non solo dagli amministratori ma anche da uno o più azionisti mediante l'integrazione dell'ordine del giorno ex art. 126-bis del Tuf, oppure attraverso la convocazione dell'assemblea da parte degli stessi ex art. 2367 c.c. nell'esercizio, quindi, dei c.d. poteri di *voice*. Le due disposizioni appena citate prevedono infatti esclusioni all'iniziativa degli azionisti solamente per quelle materie per le quali è necessario che la relativa delibera sia assunta sulla base di una proposta da parte dell'organo amministrativo in quanto si richiede un'attività gestionale e il compimento di operazioni che richiedono delle competenze specifiche¹⁶². E, allora, tra le deliberazioni per le quali è richiesto un impulso dell'organo amministrativo non sembra doversi ricondurre anche quella relativa all'introduzione della maggiorazione del voto. Ciò non toglie che sia opportuno, in tale occasione, che nelle relazioni degli amministratori ex art. 125-ter Tuf, o in quelle dei soci in caso di loro istanza, vengano in maniera chiara e puntuale illustrate le ragioni e le finalità che spingono alla previsione del meccanismo della maggiorazione del voto, affinché i soci che sono chiamati ad esprimere il proprio voto operino una scelta consapevole e il mercato operi, a sua volta, una corretta valutazione. Al riguardo è interessante mettere in evidenza che la Consob abbia richiesto un supplemento di informazioni ad alcune delle società che hanno introdotto la maggiorazione del voto. Si fa riferimento ai casi di Campari, Astaldi, Amplifon e Maire Tecnimont le quali, a seguito della richiesta, hanno provveduto alla pubblicazione di un'integrazione della relazione degli amministratori per illustrare in maniera più chiara non solo le motivazioni sottostanti l'introduzione del voto maggiorato, ma anche gli effetti di tale introduzione sui propri assetti proprietari.

Una volta prevista nello statuto la possibilità di introduzione di azioni a voto maggiorato, il meccanismo di attribuzione effettiva del potenziamento del diritto di voto è più complesso di quello previsto per l'emissione di azioni a voto plurimo. In tal caso, infatti, non costituendo la maggiorazione del diritto di voto una speciale categoria azionaria, l'incremento dei diritti di voto non è una caratteristica intrinseca dell'azione, ma è dipendente dalla maturazione dei tre presupposti

¹⁶⁰ Su tale disposizione si tornerà successivamente in maniera più approfondita in un paragrafo dedicato.

¹⁶¹ Cfr. I. POLLASTRO, op. cit. (v. nota 24), p. 57.

¹⁶² Si fa riferimento, ad esempio, alle delibere di approvazione del bilancio, di fusione, scissione o aumento di capitale mediante conferimenti in natura o con esclusione del diritto d'opzione. La necessaria predisposizione di documenti tecnici da parte dell'organo amministrativo, impedisce in queste fattispecie.

di cui si è dato conto precedentemente, tra i quali spicca, per i dubbi che ha inizialmente generato, il possesso continuativo per un periodo di almeno 24 mesi o per il differente maggior periodo individuato dallo statuto. Sorge, infatti, naturale il quesito di come individuare il termine iniziale di decorrenza del periodo di possesso. È proprio questa la funzione svolta dall'elenco che le società che intendono introdurre la maggiorazione del voto devono prevedere obbligatoriamente, elenco nel quale gli azionisti che intendano maturare il suddetto privilegio amministrativo debbono iscrivere il proprio o i propri titoli azionari. Sul punto occorre fare delle precisazioni, poiché la disposizione che prevede la creazione dell'elenco risulta essere poco chiara ed ambigua, potendosi in essa scorgere un difetto di formulazione. Il primo comma dell'art. 127-quinquies prevede che l'attribuzione del voto maggiorato possa avvenire *“per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 2”*. Appare chiaro che la disposizione in esame possa essere intesa in due diversi modi a seconda di come la si legge, ovvero sia che l'attribuzione del voto maggiorato :

- avvenga a seguito del decorrere di due anni a far data dall'iscrizione nell'apposito registro, indipendentemente dal tempo effettivo per cui si sia posseduta l'azione; oppure
- avvenga, una volta dimostrato il possesso continuativo per i ventiquattro mesi o per il periodo superiore previsto dallo statuto, contemporaneamente alla semplice iscrizione nell'elenco.

Si tratta di un problema operativo di non poco conto da un punto di vista pratico poiché, come anticipato nel precedente capitolo parlando di “contraddizioni di politica legislativa”, attribuire a certe azioni un privilegio implica un effetto negativo sui poteri e diritti delle altre e, conseguentemente, sul loro prezzo di borsa. Quindi, in società con azioni scambiate giornalmente, individuare il momento effettivo di entrata in vigore del privilegio ha molto peso poiché ciò consente di individuare il giorno in cui le azioni “altre” rispetto a quelle beneficiarie della maggiorazione subiranno una decurtazione in termini di valore di mercato¹⁶³. Per risolvere questo dubbio occorre fare riferimento alle modifiche introdotte dalla Consob al Regolamento Emittenti, poiché è proprio questa che è stata chiamata in causa dal legislatore con il compito di stabilire *“con proprio regolamento le disposizioni di attuazione”* dell'art. 127-quinquies del Tuf e, quindi, anche quelle concernenti l'elenco degli azionisti “fedeli” *“al fine di assicurare la trasparenza degli assetti proprietari e l'osservanza delle disposizioni del titolo II, capo II, sezione II”*¹⁶⁴. Il dubbio poteva dirsi risolto già dalla pubblicazione da parte della Consob del documento di consultazione¹⁶⁵, il quale chiarisce che per le società già quotate *“il possesso continuativo per almeno 24 mesi si*

¹⁶³ Cfr. I. POLLASTRO, op. cit. (v. nota 24), p. 59.

¹⁶⁴ Ex art. 127-quinquies, comma 2, secondo periodo, del Tuf.

¹⁶⁵ Documento contenente le proposte di modifica del Regolamento Emittenti in materia di voto multiplo.

computa a decorrere dalla data di iscrizione in un apposito elenco tenuto dalla società”, a nulla rilevando, quindi, il periodo di possesso maturato antecedentemente a tale iscrizione.

A maggior riprova di quanto sin qui affermato, corre in aiuto anche la prassi societaria in quanto se si analizzano le modifiche statutarie apportate dalle società quotate che hanno introdotto lo strumento *de quo*, si nota che esse descrivono da un lato il procedimento di iscrizione nell’elenco e, dall’altro, il *dies a quo* di decorrenza del periodo continuativo di possesso, individuando tutte quest’ultimo nella data di iscrizione delle azioni nell’elenco medesimo. Ciò che invece diverge è il periodo temporale entro il quale è possibile per il singolo azionista iscrivere le proprie azioni nell’elenco speciale. Al riguardo si riporta nella pagina seguente una Tabella (**Tabella 2.1.**) che, riepilogando sinteticamente le singole previsioni statutarie e regolamentari adottate dalle società quotate che ad oggi hanno introdotto la maggiorazione del voto in cui vengono specificate le modalità di iscrizione nell’elenco speciale summenzionato, consente di evidenziare, di nuovo, l’ampia autonomia lasciata alle singole società nel configurare e personalizzare l’istituto in esame. Nel medesimo prospetto si dà evidenza di quelle società che hanno sfruttato la breve finestra temporale di maggioranza semplice di cui poc’anzi si è data contezza. Al riguardo si può notare che nonostante essa abbia reso particolarmente agevole l’introduzione del voto maggiorato, le società che ne hanno effettivamente profittato siano state solamente tre, a dimostrazione della iniziale diffidenza verso l’istituto in esame che potrebbe essere anche stata motivata dalla reazione negativa da parte degli investitori istituzionali verso l’utilizzo di questo meccanismo di rafforzamento del controllo.

Inoltre, è opportuno evidenziare che, sebbene siano solamente tre le società che hanno usufruito della finestra di maggioranza semplice, l’approvazione della modifica statutaria sarebbe stata da queste raggiunta ugualmente, in quanto si tratta di realtà caratterizzate dalla presenza di un azionista che già deteneva, e detiene tutt’ora, il controllo di diritto¹⁶⁶. In tutti e tre i casi, infatti, la partecipazione di controllo era tale da far presumere – tenendo in considerazione il fisiologico assenteismo assembleare e che la maggioranza dei due terzi vada calcolata sul capitale concretamente rappresentato in assemblea – che anche il quorum deliberativo “ordinariamente” previsto sarebbe stato egualmente raggiunto, come poi si è avuto conferma dagli esiti delle assemblee medesime¹⁶⁷.

¹⁶⁶Si rimanda alla Tabella 1.

¹⁶⁷Le percentuali di approvazione sono state, infatti, le seguenti: 69.9% in Amplifon; 71.47% in Astaldi; 76.1% in Campari.

Tabella 2.1 Procedimento di iscrizione nell'elenco e decorrenza del periodo di possesso

Società¹⁶⁸	Disposizioni statutarie e regolamentari
Amplifon spa (*)	l'iscrizione è consentita <u>in qualsiasi momento</u>
Astaldi spa (*)	“la Società provvede alle iscrizioni e all'aggiornamento dell'Elenco <u>secondo una periodicità trimestrale</u> – 1° marzo, 1° giugno, 1° settembre, 1° dicembre”
Cairo Communication	l'iscrizione è consentita <u>in qualsiasi momento</u>
Carraro spa	“La società ... provvede a iscrivere i soggetti richiedenti nell'Elenco Speciale entro il quinto giorno di mercato aperto <u>dalla fine di ciascun mese</u> di calendario ovvero, se precedente, entro la Record Date”
Centrale del latte d'Italia	“la società provvede alle iscrizioni e all'aggiornamento dell'Elenco <u>all'inizio di ogni trimestre solare</u> (1° gennaio, 1° aprile, 1° luglio e 1° ottobre)”
Class Editori spa	“L'iscrizione nell'Elenco Speciale è effettuata con efficacia <u>il primo giorno lavorativo del mese successivo</u> a quello in cui le perviene la richiesta e la certificazione/comunicazione”
Cofide spa	l'iscrizione è consentita <u>con periodicità mensile</u>
Conafi Prestito spa	l'iscrizione è consentita <u>in qualsiasi momento</u>
Davide Campari – Milano spa (*)	“la richiesta di iscrizione nell'elenco speciale può essere sottoposta alla Società <u>nel corso dei primi tre mesi dell'anno solare</u> ”
Dea Capital spa	“La Società verifica i requisiti per l'iscrizione e provvede a iscrivere i soggetti richiedenti nell'Elenco Speciale entro il quinto giorno di mercato aperto <u>dalla fine di ciascun mese</u> di calendario”
Diasorin spa	l'iscrizione è consentita <u>in qualsiasi momento</u> .
Exprivia spa	l'iscrizione è consentita <u>in qualsiasi momento</u>
Gruppo Waste Italia spa	L'iscrizione del soggetto legittimato nell'Elenco avviene <u>su base trimestrale</u> , con efficacia dal 1° marzo, 1° giugno, 1° settembre e 1° dicembre
Hera spa	“Le iscrizioni e l'aggiornamento dell'Elenco sono effettuate secondo la seguente <u>periodicità trimestrale</u> : 1° marzo, 1° giugno, 1° settembre e 1° dicembre”
Intek Group spa	l'iscrizione è consentita <u>in qualsiasi momento</u>
Iren spa	“Le iscrizioni nell'Elenco sono effettuate con <u>periodicità trimestrale</u> alle seguenti date di efficacia: 1° marzo, 1° giugno, 1° settembre e 1° dicembre di ciascun anno
Landi Renzo spa	“La Società provvede a iscrivere i soggetti richiedenti nell'Elenco Speciale <u>entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese di calendario</u> ”
Maire Tecnimot spa	l'iscrizione è consentita <u>in qualsiasi momento</u>
Nice spa	l'iscrizione è consentita <u>in qualsiasi momento</u>
Openjobmetis spa	“La Società provvede all'iscrizione nell'Elenco Speciale il <u>5° giorno di mercato aperto del mese solare successivo</u> a quello in cui è pervenuta (<u>cadenza mensile</u>)”
Poligrafica San Faustino spa	“La Società provvede all'iscrizione nell'Elenco Speciale il <u>5° giorno di mercato aperto del mese solare successivo</u> a quello in cui è pervenuta (<u>cadenza mensile</u>)”
Sabaf spa	La società provvede all'iscrizione nell'Elenco <u>entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese di calendario ed in ogni caso entro la cd. Record date</u>
Saes Getters spa	“La Società verifica i requisiti per l'iscrizione e provvede a iscrivere i soggetti richiedenti nell'Elenco <u>entro la fine di ciascun mese</u> di calendario per le richieste pervenute entro tre giorni di mercato aperto precedenti la fine di ciascun mese”
Technogym spa	“La Società procede all'iscrizione nell'Elenco Speciale <u>entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese di calendario</u> e, in ogni caso, <u>entro la Record Date</u> ”
Ternienergia spa	“La Società provvederà alle iscrizioni e all'aggiornamento dell'elenco secondo una <u>periodicità semestrale</u> – 31 marzo e 30 settembre”
Zignago vetro	l'iscrizione è consentita <u>in qualsiasi momento</u>

Origine: Elaborazione propria. Dati estrapolati dall'analisi degli statuti delle singole società.

¹⁶⁸ Le società contrassegnate da un asterisco (*) sono quelle che hanno sfruttato la breve finestra temporale della maggioranza semplice.

A fianco all'ipotesi ordinaria che prevede la maturazione del diritto di voto maggiorato decorsi 24 mesi dalla data di iscrizione del titolo nell'elenco, è stata prevista dal legislatore della riforma una particolare disposizione avente carattere eccezionale, che consente di fare riferimento al periodo di possesso "effettivo" del titolo piuttosto che a quello che decorre, appunto, dalla data di iscrizione.

L'ipotesi particolare cui si sta facendo riferimento e che ha generato non pochi dubbi sul significato da attribuire al comma 2 dell'art. 127-*quinquies* del Tuf prima dell'intervento chiarificatore della Consob, è quella contenuta nel comma 7 del medesimo articolo che prevede che nel caso in cui la deliberazione che introduce il voto maggiorato "*sia adottata nel corso del procedimento di quotazione in un mercato regolamentato delle azioni di una società non risultante da una fusione che coinvolga una società con azioni quotate, la relativa clausola può prevedere che ai fini del possesso continuativo previsto dal comma 1 sia computato anche il possesso anteriore alla data di iscrizione nell'elenco*"¹⁶⁹. È opportuno, prima di indagare la *ratio* della disposizione, aprire una breve parentesi concernente i dubbi che la norma aveva generato e ai quali si è appena fatto riferimento. Tali dubbi erano sorti in ragione delle argomentazioni avanzate da quella parte della dottrina che sosteneva che occorresse interpretare il comma 2 dell'articolo 127-*quinquies* del Tuf, nel senso di computare, ai fini della maturazione della maggiorazione del voto, il periodo di possesso "effettivo" dei titoli azionari e non quello decorrente dalla data di iscrizione nell'elenco speciale. Le argomentazioni avanzate possono essere così riassunte: se la disposizione contenuta all'art. 127-*quinquies*, comma 7, del Tuf, consente di computare il possesso continuativo "effettivo" di azioni di una società in fase di quotazione ma non ancora ammessa alla negoziazione sul mercato regolamentato, ossia, in sostanza, di una società "chiusa" che è caratterizzata per natura da una compagine sociale stabile, ci si chiede perché il mantenimento "fedele" di un'azione quotata, che è cosa "innaturale" rispetto alla prima ipotesi poiché si fa riferimento ad una realtà dove lo scambio dei titoli sul mercato rappresenta la situazione fisiologica, non dovrebbe ricevere lo stesso trattamento¹⁷⁰. Tale considerazione, teoricamente valida, consente non solo di mettere maggiormente in evidenza la particolare *ratio* del regime derogatorio previsto dal settimo comma dell'articolo citato, ma anche di comprendere perché la Consob abbia eliminato in radice ogni possibilità di applicazione in via estensiva della disposizione in esame alle società già ammesse a quotazione. Essa ha, in sostanza, natura di norma di favore finalizzata a consentire alle società che sono in fase di quotazione di rendere operativo lo strumento *de quo* immediatamente dopo l'ammissione a quotazione, così da incentivare processi di *going public*: consentendo di computare il periodo di possesso antecedente all'iscrizione delle azioni nell'elenco si dà l'opportunità all'azionista di riferimento della società quotanda - analogamente a quanto potrebbe realizzarsi mediante l'emissione di azioni a voto plurimo anteriormente alla quotazione – di collocare un

¹⁶⁹ Da un punto di vista formale, tale possesso può essere verificato dalle risultanze del libro soci e dall'assenza di girate a favore di un soggetto diverso da chi chiede l'iscrizione.

¹⁷⁰ Cfr. I. POLLASTRO, *op. cit.* (v. nota 24), p. 59-60.

maggior numero di titoli sul mercato primario in sede di IPO, senza che ciò comporti la perdita del controllo. La risposta a queste esigenze specifiche, se da un lato giustifica che il regime di decorrenza per le società quotate sia la data di iscrizione nell'elenco, dall'altro dà adito ad un'ulteriore considerazione: l'ammissione a quotazione deve essere considerata alla stregua di una *condizione legale sospensiva*, che differisce l'efficacia della clausola statutaria introduttiva del voto maggiorato alla data in cui Borsa Italiana delibera formalmente l'ammissione a negoziazione¹⁷¹, con la conseguenza che nel caso in cui una società "quotanda" introduca in statuto la clausola di voto maggiorato e, successivamente, la domanda di ammissione a quotazione venga rigettata, allora la delibera del voto maggiorato dovrà considerarsi come inesistente *ab origine* e la clausola medesima come non apposta.

È interessante a questo punto evidenziare un'altra questione correlata all'istituto in esame, cioè la natura giuridica dell'Elenco cui occorre iscriversi per ottenere il beneficio della maggiorazione poiché questa è stata oggetto di dibattito sempre in sede di consultazione al termine della quale si era definitivamente proposto di considerare l'elenco stesso come parte del Libro Soci, rendendogli così estendibile le disposizioni del Codice Civile che disciplinano il contenuto e gli obblighi pubblicitari di quest'ultimo, e non, invece, come da qualcuno dei partecipanti era stato avanzato, come un libro sociale autonomo, che avrebbe dovuto essere disciplinato da regole *ad hoc* in vista della diversa funzione cui questo è preordinato, ossia accertare il possesso continuativo delle partecipazioni azionarie ai fini della maturazione del beneficio. Nonostante l'orientamento maggioritario, all'esito della consultazione non è stato esplicitamente previsto alcunché nelle modifiche al Regolamento Emittenti definitivamente approvate. Sembra comunque potersi concludere che tale Elenco debba essere considerato, conformemente all'orientamento della Consob, come parte del Libro Soci, come del resto conferma anche, di nuovo, la prassi statutaria, nonostante siano previste delle regole peculiari in termini di "contenuto minimale"¹⁷², regime di pubblicità, diritti dei soci e, infine, flussi informativi necessari per il funzionamento dell'istituto¹⁷³.

A fianco tali disposizioni attuative, funzionali al raggiungimento degli obiettivi di trasparenza richiesti alla Consob dal legislatore della riforma, emerge chiaramente l'enorme libertà lasciata all'autonomia statutaria nel disciplinare l'istituto in esame, potendosi prevedere regole per quel che riguarda, ad esempio, la periodicità con cui può essere richiesta l'iscrizione nell'elenco (ad esempio,

¹⁷¹ Cfr. Circolare Assonime n. 10/2015, p. 51 e ss.

¹⁷² È invece espressamente disciplinato nel nuovo art. 143-quater del Regolamento citato il "contenuto" minimo necessario di suddetto elenco, il quale dovrà prevedere "le seguenti informazioni: a) i dati identificativi degli azionisti che hanno richiesto l'iscrizione; b) il numero delle azioni per le quali è stata richiesta l'iscrizione con indicazione dei trasferimenti e dei vincoli ad esse relativi; c) la data di iscrizione." e che "In apposita sezione dell'Elenco sono altresì indicati: a) i dati identificativi degli azionisti che hanno conseguito la maggiorazione del diritto di voto; b) il numero delle azioni con diritto di voto maggiorato, con l'indicazione dei trasferimenti e dei vincoli ad esse relativi, nonché degli atti di rinuncia; c) la data di conseguimento della maggiorazione del voto.

¹⁷³ Disciplinati non solo nell'articolo citato del Regolamento Emittenti, ma anche agli artt. 23-bis e ss. del Provvedimento congiunto Consob-Banca d'Italia sulla gestione accentrata.

secondo un criterio “*on going*” o limitatamente a determinate finestre temporali)¹⁷⁴, l’attribuzione della maggiorazione del voto, il termine entro il quale la richiesta di maggiorazione possa essere avanzata, la decorrenza degli effetti, nonché il contenuto del diritto e la possibilità di rinuncia.

Proprio in termini di “contenuto” è opportuno fornire, sia pure in maniera sintetica, una disamina delle possibili configurazioni che il voto maggiorato potrebbe assumere. Anche in tal caso, come quanto si è visto parlando di voto plurimo, la disposizione parla di un limite massimo di due voti per ciascuna azione, potendosi così prevedere anche in tale ipotesi i “decimali di voto”. Potrebbe essere ad esempio previsto un incremento del voto inferiore all’unità con, eventualmente, un aumento progressivo per periodi successivi di detenzione (esemplificando, mezzo voto in più dopo i primi 24 mesi e un altro mezzo voto, raggiungendo così il limite massimo di due voti, dopo ulteriori 12 mesi), così da realizzare una maggiorazione c.d. “frazionata”. È bene notare che quando si parla di “contenuto” in ambito di voto maggiorato si fa riferimento anche, a differenza del voto plurimo che rappresenta una particolare categoria azionaria, a elementi ulteriori quali, ad esempio, le “modalità di attribuzione” del beneficio medesimo. In tal senso sono individuabili alcuni limiti oltre i quali l’autonomia statutaria non può andare, limiti impliciti alla particolare natura dell’istituto in esame e al rispetto del principio di parità di trattamento degli azionisti sancito dall’art. 92 del Tuf per gli emittenti quotati. In particolare, trattandosi di beneficio spettante all’azionista che maturi dei requisiti “oggettivi” – dipendenti cioè da un certo comportamento assunto dall’azionista medesimo – la maggiorazione del diritto di voto dovrebbe risultare accessibile a tutti i soci, tanto quelli titolari di azioni ordinarie, quanto quelli titolari di azioni speciali di categoria. Proprio per tali ragioni, non è possibile introdurre la maggiorazione del voto solo per determinate categorie azionarie, ciò consentendo di rimarcare quanto più volte affermato ossia che le azioni che beneficino del voto maggiorato non costituiscono una speciale categoria di azioni ai sensi dell’art. 2348 del codice civile. Infatti, nel caso in cui si limiti statutariamente la possibilità di iscrizione nell’elenco e, quindi, di accesso al “beneficio” del voto maggiorato ad una sola categoria di azioni, allora la maggiorazione del diritto di voto verrebbe a costituire una prerogativa esclusiva di una certa “classe” di soci, determinandosi in tal modo una chiara violazione della parità di trattamento degli azionisti. Nonostante ciò c’è chi in dottrina sostiene l’ammissibilità di una clausola statutaria che preveda tale ipotesi¹⁷⁵. Inoltre, non sembra ammissibile una clausola che condizioni l’attribuzione del voto maggiorato a particolari requisiti “soggettivi” del socio. Infatti, come si è già evidenziato in più punti, la legge ricollega il beneficio della maggiorazione del voto ad un parametro sì riferito al socio, ma comunque di natura “oggettiva” - ossia il possesso continuato e ininterrotto per almeno ventiquattro mesi da parte del medesimo azionista - non essendo quindi possibile una

¹⁷⁴Ad esempio Campari ha previsto che la richiesta di iscrizione possa essere sottoposta alla società nel corso dei primi 3 mesi dell’anno solare, mentre Amplifon ha previsto una cadenza mensile adottando, quindi, un approccio *on going*.

¹⁷⁵ Cfr. A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, op. cit. (v. nota 9), p. 1059.

personalizzazione più spinta di quella comunque realizzabile tramite tale parametro¹⁷⁶. Al pari di quanto visto circa il possibile contenuto delle azioni a voto plurimo, in caso di voto maggiorato sembra possibile limitare la maggiorazione a determinate materie o deliberare assembleari, attuando un “depotenziamento” dell’istituto che rimarrebbe comunque nei limiti previsti dalla legge, poiché in tal caso non verrebbe violata né la parità di trattamento né derogato in aumento il limite di due voti per azione stabilito dal legislatore. Infine, sembra ammissibile anche nel caso del voto maggiorato, la subordinazione del riconoscimento del beneficio alla ricorrenza di particolari condizioni, siano esse sospensive (c.d. *sunrise clauses*) o risolutive (c.d. *sunset clauses*), escluse quelle qualificabili come meramente potestative. In tali fattispecie, infatti, si va ad incidere sull’efficacia della maggiorazione medesima, senza alterare il contenuto o la portata del diritto di voto¹⁷⁷.

Delineate in tal modo le dinamiche sottostanti l’introduzione dello strumento in esame e le condizioni per la maturazione del privilegio ad esso connesso, è possibile esaminare i principali effetti della maggiorazione del voto sui *quorum* assembleari e sull’esercizio degli altri diritti sociali, potendo tali temi essere fatti rientrare in quelle fattispecie che abbiamo qualificato sotto l’espressione di “dinamiche endosocietarie”. Come già anticipato parlando delle questioni interpretative che emergono in caso emissione di azioni a voto plurimo da parte di s.p.a. chiuse circa il funzionamento dell’organo assembleare, analoghe questioni interpretative che in quella sede sono state proposte non si ripresentano in caso di attribuzione del voto maggiorato poiché è lo stesso legislatore a prevedere delle norme che non lasciano spazio ad alcun dubbio. Si ripropone, nuovamente, il testo dell’art. 127-quinquies, ottavo comma, del Tuf, il quale prevede che “*se lo statuto non dispone diversamente, la maggiorazione del diritto di voto si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale*”. Questo vuol dire che nel caso di maggiorazione del diritto di voto per il calcolo dei *quorum* commisurati al capitale sociale, ossia quelli che il legislatore ancora al *numero complessivo di azioni esistenti* piuttosto che al c.d. *capitale votante*, occorre adottare una base di calcolo aggiustata, che vada cioè ad integrare la base di calcolo “ordinaria”, rappresentata dal capitale sociale, con i diritti di voto maggiorato, comprendendo così tutti i voti potenzialmente esprimibili, anche per effetto della maggiorazione medesima. In sostanza, i *quorum* che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale vanno calcolati in maniera diversa rispetto alla soluzione che si è in questo lavoro evidenziata come preferibile per le azioni a voto plurimo, dovendosi fare riferimento non alla quota di capitale sociale posseduta da ciascun azionista quanto, piuttosto, al numero di voti che allo stesso sono attribuiti. La norma esaminata è, inoltre, una norma espressamente derogabile

¹⁷⁶ Cfr. M. SAGLIOCCA, op. cit. (v. nota 106), p. 921;

¹⁷⁷ Cfr. Circolare Assonime n. 10/2015, p. 37; Cfr. U. TOMBARI, ““Maggiorazione del dividendo” e “maggiorazione del voto”: verso uno “statuto normativo” per l’investitore di medio-lungo termine?” in *Banca borsa e titoli di credito*, p. 317.

dall'autonomia statutaria, potendo lo statuto prevedere, ad esempio l'esclusione dal computo dei *quorum* in esame della maggiorazione del voto per determinate materie.

L'eccezionalità della regola in esame trova poi conferma anche nello stesso comma 8 dell'art. 127-quinquies del Tuf, il quale, al secondo periodo, prevede che *“la maggiorazione non ha effetto sui diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale”*, con ciò evidenziando non solo che il computo del voto potenziato nel calcolo delle percentuali commisurate al valore nominale del capitale sia riferibile esclusivamente alla maggiorazione del voto, ma anche che esso sia ulteriormente limitato al calcolo dei quorum assembleari con esclusione, quindi, dei “diritti” di quota “diversi dal voto”. Tutto ciò in ragione delle diverse esigenze che i due strumenti – voto maggiorato e voto plurimo – vanno a soddisfare e di cui si è dato ampiamente conto nei paragrafi precedenti.

2.2. Azioni a voto potenziato e dinamiche esosocietarie

2.2.1. Sulla legittimità del diritto di recesso in occasione di delibere concernenti azioni a voto potenziato

Non resta che entrare nel merito delle norme che coinvolgono aspetti ulteriori rispetto a quelli meramente interni alla società, ossia di quelle norme che disciplinano fattispecie che potremmo definire - in maniera speculare rispetto a quanto fatto sin ora - come *dinamiche esosocietarie*¹⁷⁸.

Iniziamo allora dibattendo del tema del diritto di recesso, poiché in entrambi i casi, ossia sia con riguardo al voto plurimo che al voto maggiorato, si pongono delle questioni interpretative di non poco conto. E allora, con riferimento alle azioni a voto plurimo ben potrebbe generarsi, a seguito della loro introduzione, una modificazione della compagine azionaria. Infatti, come si è già avuto modo di anticipare precedentemente, l'introduzione dell'istituto *de quo* può avvenire sia in sede di costituzione della società, sia in una fase successiva alla nascita della società stessa, mediante una deliberazione dell'assemblea straordinaria, ossia mediante una modificazione dello statuto sociale. In questo secondo caso, in aggiunta agli strumenti di tutela delle minoranze costituiti dai *quorum* deliberativi rafforzati e dalla necessaria approvazione della delibera anche, eventualmente, da parte delle assemblee speciali potrebbe aggiungersi, come ulteriore strumento di tutela, la possibilità per gli azionisti che non abbiano concorso all'approvazione della delibera in questione di esercitare il diritto di recesso previsto all'art. 2347 c.c. È necessario un sintetico richiamo concernente la *ratio* dell'istituto in questione. Com'è noto, la disciplina del diritto di recesso funge da contrappeso rispetto al principio maggioritario, per effetto del quale la volontà della minoranza viene sottomessa a quella della maggioranza. La previsione normativa di tale diritto consente al socio non consenziente di ottenere la liquidazione, secondo determinati criteri stabiliti dal legislatore, di tutte o solamente alcune delle azioni di cui risulta titolare, con il fine ultimo di consentire al socio medesimo l'uscita dalla società o, in ipotesi di recesso parziale, il ridimensionamento del suo investimento, con un conseguente annullamento, o una conseguente riduzione, del proprio profilo di rischio. Orbene, vista la sua peculiare funzione, la disciplina del diritto di recesso non troverà evidentemente applicazione nel primo caso richiamato, ovvero di introduzione della clausola in sede di costituzione della società. In tale ipotesi, infatti, non c'è alcuna delibera da approvare e coloro i quali si siano dimostrati contrari alla stessa in sede di discussione dell'atto costitutivo hanno come unico meccanismo di risposta, nel caso in cui tale clausola sia per essi intollerabile, la non sottoscrizione del contratto sociale, essendo invece pacifico il loro consenso in caso di sottoscrizione¹⁷⁹.

D'altro canto, la risposta alla domanda avente ad oggetto possibilità di applicazione di tale disciplina in caso di introduzione della clausola che prevede l'emettibilità di azioni a voto plurimo

¹⁷⁸ In tal senso v. I. POLLASTRO, op. cit. (v. nota 24), p. 54.

¹⁷⁹ Cfr. A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, op. cit. (v. nota 9), p. 1054; I. POLLASTRO, op. cit. (v. nota 24), p. 56.

in un momento successivo alla nascita della società mediante apposita deliberazione dell'assemblea straordinaria, non è scontata. A ben vedere, infatti, si tratta di una delibera che potrebbe essere fatta rientrare in quelle che comportano “*modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione*”, individuate come causa legale inderogabile di recesso dal primo comma, lettera g), dell'art. 2347 del codice civile. Buona parte della dottrina che si è occupata del tema, ritiene che sia pacifica l'applicabilità della disciplina del recesso al caso di specie, e ritiene che la questione controversa sia in realtà quella che concerne la corretta individuazione del momento in cui il diritto *de quo* giunga a maturazione in capo al socio dissenziente, assente o astenuto. Ci si chiede, infatti, se tale maturazione avvenga già dalla fase di introduzione della clausola statutaria, o se sia necessario attendere la successiva delibera di aumento di capitale mediante emissione anche di azioni a voto plurimo. *Nulla quaestio* nel caso in cui le due delibere richiamate avvengano contemporaneamente, ovvero nel corso della medesima assemblea. Nell'ipotesi in cui, invece, la delibera di aumento di capitale sia successiva la dottrina richiamata è divisa. Mentre alcuni¹⁸⁰ ritengono che per l'esercizio del diritto occorra attendere il momento in cui avviene l'effettiva emissione, poiché è in tale occasione che la modifica statutaria dispiega effettivamente il suo effetto, altri¹⁸¹ sostengono che tale diritto venga effettivamente ad esistenza e, conseguentemente, sia esercitabile a partire dal momento della delibera introduttiva della clausola di emettibilità di azioni a voto plurimo, ossia antecedentemente alla delibera di aumento del capitale sociale. Secondo il primo orientamento richiamato, con la delibera di introduzione della clausola che prevede la futura emettibilità di azioni a voto plurimo, gli equilibri tra i soci attuali non verrebbero affatto alterati. Si determinerebbe, cioè, solamente un fenomeno di programmazione di un futuro cambiamento nella struttura dei diritti di voto, rimanendo la società sprovvista di azioni a voto plurimo, sino alla “concreta” emissione¹⁸². Secondo la seconda prospettiva, al contrario, non si spiegherebbe perché non riconoscere il diritto di recesso sin dalla prima delle due deliberazioni in esame posto che essa può sicuramente farsi rientrare nella citata causa legale inderogabile di recesso ex art. 2347, comma 1, lett. g), del codice civile.

È interessante notare, tuttavia, che di fianco all'impostazione dominante che sin qui si è cercato di riepilogare, possa essere avanzata una diversa soluzione alla questione inizialmente posta – quella concernente il problema dell'ammissibilità del diritto di recesso in caso di introduzione delle azioni a voto plurimo – per comprendere la quale occorre fare riferimento proprio alla nozione di “*modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto*” cui la disposizione citata fa riferimento e, in particolare, al suo significato. Il tema è stato abbastanza discusso, tanto che si sono proposte nel tempo due possibili interpretazioni. La prima, avente carattere restrittivo, fa rientrare nell'ambito di applicazione della norma solamente quelle deliberazioni che vadano ad incidere in maniera diretta

¹⁸⁰ Cfr. P. ABBADESSA, *op. cit.* (v. nota 133), p.8.

¹⁸¹ V. per tutti, M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, p.938.

¹⁸² In tal senso v. anche A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, *op. cit.* (v. nota 9), p. 1055.

sui diritti di voto dei soci, modificandoli concretamente, cosicché “ai fini dell’insorgenza del diritto di recesso, ciò che rileva è la modifica statutaria consistente non già nella semplice introduzione di nuove categorie di azioni, ma nel cambiamento di clausole concernenti i diritti di voto o di partecipazione connessi a categorie di azioni già esistenti”¹⁸³. La seconda delle interpretazioni possibili assume, al contrario, carattere estensivo facendo rientrare nell’ambito di applicazione della norma in esame, in aggiunta alle modifiche che incidono “concretamente” sul diritto di voto, anche quelle che possano incidere sullo stesso solo in maniera indiretta¹⁸⁴, ovvero *potenziale*.

È evidente che a seconda dell’interpretazione che si preferisce adottare, diversa sarà la soluzione alla questione in esame. Si ritiene tuttavia, come anche confermato da una recente giurisprudenza, preferibile adottare delle due interpretazioni quella restrittiva, poiché essa appare più convincente per “ragioni di coerenza sistematica”, essendo “suscettibili di legittimare l’esercizio del recesso solo le modifiche che incidono pariteticamente, sia sul piano qualitativo sia sul piano quantitativo, sul diritto di voto di ciascun socio”¹⁸⁵.

In sostanza, in ragione di tale interpretazione si ritiene preferibile rispondere alla domanda posta ad inizio paragrafo in maniera negativa, ossia nel senso che l’introduzione e la contemporanea o successiva emissione di azioni a voto plurimo non legittimi il riconoscimento del diritto di recesso ai soci che non hanno concorso alla deliberazione¹⁸⁶. Per le stesse ragioni, si ritiene che, al contrario, il diritto di recesso sia legittimo ed esercitabile in caso di una successiva deliberazione assembleare che modifichi o sopprima la clausola disciplinante le azioni a voto plurimo precedentemente emesse. È solo in tale ipotesi, infatti, che si concretizza la fattispecie prevista dall’art. 2347, comma 1, lett. g), con una modificazione dei diritti di voto spettanti ad una categoria speciale di azioni già esistente.

Dal quadro che si è appena avuto modo di delineare emerge che, da un punto di vista pratico, l’introduzione della clausola statutaria abilitante l’emissione di azioni a voto plurimo possa essere maggiormente ricorrente nella fase costitutiva di nuove società, poiché è proprio nel momento costitutivo che si pongono minori problemi per l’introduzione della clausola medesima, mentre per le società per azioni già esistenti alla data di entrata in vigore del decreto è più facile ipotizzare che l’introduzione di tale clausola avvenga in quelle società caratterizzate da un azionariato ristretto, ove più agevole dovrebbe essere il raggiungimento dei quorum deliberativi necessari per la modifica statutaria¹⁸⁷. Il tema del diritto di recesso è sicuramente meno rilevante per l’istituto della maggiorazione del voto, relativamente al quale l’art. 127-quinquies stabilisce espressamente al sesto comma che “la deliberazione di modifica dello statuto con cui viene prevista la maggiorazione del

¹⁸³Cfr. F. CHIAPPETTA, “Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi, in *Rivista delle Società*, 2005, p. 495.

¹⁸⁴V. Circolare Assonime n. 10/2015, pag. 26, nota 59, ove presenti ampi riferimenti bibliografici.

¹⁸⁵Cfr. Trib. Roma 30 Aprile 2014.

¹⁸⁶Cfr. P. MONTALENTI, *Intervento* in “Voto plurimo, voto maggiorato e modifiche dell’OPA” in *Giurisprudenza Commerciale*, 2015, p. 225/I.

¹⁸⁷Cfr. M. SAGLIOCCA, *op. cit.* (v. nota 114), p. 939.

voto non attribuisce il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2347 del codice civile". L'unica considerazione che è opportuno fare, è allora la ragione dell'espressa esclusione del diritto di recesso per la fattispecie in esame, che può giustificarsi sulla base della diverso ambito di applicazione dello strumento *de quo*. Infatti, in generale nelle società quotate il *vulnus* agli interessi delle minoranze azionarie che si determina in assenza della previsione del diritto di recesso trova compensazione nella più facile e agevole possibilità di cessione sul mercato da parte del socio dei propri titoli. A fianco a tale considerazione, che da se non è sufficiente a giustificare simile esclusione, si può aggiungere che, a differenza di quanto avviene nel caso del voto plurimo, quando si parla di voto maggiorato si fa riferimento ad una fattispecie in cui la clausola statutaria di introduzione della maggiorazione attribuisce un beneficio potenzialmente godibile da tutti i soci, con ciò ponendosi una minore necessità di affiancare alla possibilità di negoziare agevolmente il titolo sul mercato un'ulteriore potere di *exit*.

2.2.2. “Vicende circolatorie” e azioni a voto potenziato: alcune ipotesi di perdita e conservazione della maggiorazione del diritto di voto.

Altre questioni che coinvolgono la sfera esterna alla società riguardano le c.d. *vicende circolatorie* della partecipazione azionaria. Ebbene, con riferimento alle azioni a voto plurimo non si pongono particolari problemi interpretativi. Queste, essendo qualificabili come speciale categoria azionaria, sono caratterizzate dalla presenza di un diritto particolare, ovvero il voto plurimo, che è incorporato nel titolo e che, contraddistinguendone la natura giuridica, forma un tutt’uno con il titolo stesso. Per tale ragione è fuor d’ogni dubbio che il privilegio che le azioni a voto plurimo portano seco circoli con l’azione medesima, indipendentemente dalle modalità di circolazione, rendendosi così il potenziamento del diritto di voto costante e uguale nel tempo, a prescindere dall’identità dei titolari e/o da altre circostanze di natura contingente. Questione diversa si pone per le “azioni” a voto maggiorato, non rappresentando le medesime una speciale categoria di azioni quanto, piuttosto, un beneficio spettante al socio di lungo periodo. Ciò comporta l’emergere di tutta una serie di ipotesi che potrebbero in astratto comportare il venir meno del beneficio della maggiorazione, non essendo questo incorporato nella partecipazione, e che saranno, pertanto, oggetto di discussione del presente paragrafo. In effetti, in virtù della loro diversa natura giuridica e della loro funzione, esse non dovrebbero mantenere la maggiorazione del voto a fronte del trasferimento della titolarità delle stesse in capo ad altro soggetto. In maniera allora coerente con la finalità propria della maggiorazione del diritto di voto, è lo stesso art. 127-quinquies, comma 3, del Tuf, a disporre che *“la cessione dell’azione a titolo oneroso o gratuito, ovvero la cessione diretta o indiretta di partecipazioni di controllo in società o enti che detengono azioni a voto maggiorato in misura superiore alla soglia prevista dall’art. 120, comma 2”*, ossia la soglia del 3% del capitale sociale, *“comporta la perdita della maggiorazione del voto”*. Tale disposizione, oltre a confermare una certa dose di “personalizzazione” della partecipazione azionaria che lo strumento del voto maggiorato produce¹⁸⁸, consente di evidenziare che il punto di riferimento per la disciplina dello stesso sia stato proprio il modello francese delle *loyalty shares*, secondo il quale, appunto, *“il diritto di voto maggiorato non assume natura reale, in quanto non viene incorporato nelle azioni”*¹⁸⁹. Occorre prima di tutto evidenziare che, in base al dettato normativo, la nozione di “cessione” ai fini della perdita della maggiorazione ricomprende tutti i negozi giuridici che comportano un “trasferimento della titolarità della partecipazione”¹⁹⁰ e non solo, quindi, operazioni di compravendita, ma anche,

¹⁸⁸ Cfr. M. BIANCHINI, “Novità in tema di disciplina delle società “quoted” (prime note a margine dell’art. 20, d.l. n. 91/2014, convertito, con modificazioni, nella l. 11 agosto 2014, n. 116) (Prima parte)”, in *Studium iuris*, 12/2014, p. 1387.

¹⁸⁹ Cfr. G. VEGAS, “Audizione” presso le Commissioni riunite n.10 e n. 13 del 2 luglio 2014, concernente la conversione in legge del d.l. 24 giugno 2014, n. 91, p. 5, disponibile in www.consob.it, sezione: *La Consob – Comunicati, interventi, e convegni – Audizioni e interventi*.

¹⁹⁰ Si possono estendere all’istituto del voto maggiorato le considerazioni espresse dalla dottrina in materia di maggiorazione del dividendo, vista la somiglianza tra i due istituti. Cfr. Circolare Assonime n. 10/2015, p. 41, in particolare nota 95, ove presenti ampi riferimenti bibliografici.

ad esempio, quelle di conferimento in altra società o di permuta. Secondo poi, è interessante notare che la norma in esame adotti un approccio “sostanziale” nell’individuare le ipotesi di perdita della titolarità della partecipazione connesse a “vicende circolatorie”, non limitandosi, quindi, all’aspetto dell’imputazione giuridico-formale della titolarità della partecipazione. Infatti, oltre all’ipotesi di cessione da parte del diretto detentore del titolo azionario, la perdita del beneficio della maggiorazione si verificherebbe anche in caso di cessione, diretta o indiretta, di un “pacchetto di controllo” in enti che a loro volta si trovino a detenere azioni a voto maggiorato in misura superiore al 3%, ovvero al 5% nel caso di P.M.I. In tal caso, infatti, colui che realizza una cessione è un soggetto diverso dal titolare formale delle azioni “premiare” con il voto maggiorato, ossia proprio quel soggetto che risulta essere controllante di diritto, ovviamente sino al momento della cessione del pacchetto azionario, dell’ente formalmente titolare delle azioni con voto maggiorato. Nell’ipotesi in questione, colui che risulta essere il reale beneficiario della maggiorazione del voto è quel soggetto in grado di indirizzare le scelte della società o ente formalmente titolare delle azioni a voto maggiorato. Conseguentemente, la perdita di tale potere a fronte della cessione del “pacchetto di controllo” implica che il reale beneficiario della maggiorazione non sia più tale poiché dal punto di vista della sostanza economica dell’operazione anche le azioni a voto maggiorato vengono indirettamente trasferite dal “vecchio” al “nuovo soggetto economico”. A favore di tale interpretazione è allora interessante notare che la perdita della maggiorazione del diritto di voto si verifichi solamente nel caso in cui le azioni con voto maggiorato siano complessivamente tali da superare una certa soglia del capitale sociale, ossia là dove esse costituiscono una *partecipazione rilevante*¹⁹¹. In tal caso, infatti, la dimensione non irrilevante della partecipazione denota che la stessa assume la natura di partecipazione “strategica”, cioè funzionale all’esercizio di una qualche influenza sulla società emittente le azioni con voto maggiorato da parte dell’ente titolare formale delle azioni medesime e quindi, in ultima istanza e in via mediata, da parte del soggetto da cui quest’ultimo è controllato. La rilevanza dell’aspetto economico-sostanziale rispetto a quello giuridico-formale consente di evidenziare la peculiare finalità della norma, che sotto questo punto di vista può essere inquadrata come norma antielusiva, essendo volta ad evitare un aggiramento della regola generale che fa discendere la perdita del beneficio al trasferimento dell’azione cui questo è collegato¹⁹². Un ultimo elemento che merita di essere precisato è quello relativo alla nozione di “controllo” rilevante ai fini dell’applicazione della norma in esame che può essere individuata – stante l’appartenenza dell’art. 127-*quinquies* del Tuf alla parte IV del Tuf relativa alla “Disciplina degli emittenti” – in quella prevista dall’art. 93, Tuf, che ricomprende non solo le ipotesi

¹⁹¹ Ex art 120, Tuf.

¹⁹² In tal senso, cfr. G. GUIZZI, “La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica”, in *Corriere Giuridico*, 2015, p. 158, nota 19.

disciplinate dall'art. 2359, comma 1, nn. 1 e 2, del codice civile¹⁹³, ma anche quelle di *“imprese, italiane o estere, su cui un soggetto ha il diritto, in virtù di un contratto o di una clausola statutaria, di esercitare un'influenza dominante, quando la legge applicabile consenta tali contratti o clausole”* e di *“imprese, italiane o estere, su cui un socio, in base ad accordi con altri soci, dispone da solo di voti sufficienti a esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria”*, considerandosi ai fini del controllo anche *“i diritti spettanti a società controllate o esercitati per il tramite di fiduciari od interposte persone”*. L'aver utilizzato la nozione di controllo, piuttosto che quella di *“direzione e coordinamento”* consente di evidenziare la volontà del legislatore di ampliare l'equiparazione tra il trasferimento delle azioni beneficate dalla maggiorazione e il trasferimento del controllo nella società titolare formale di tali azioni di cui si è detto poc'anzi a tutte le ipotesi in cui ci sia una *potenziale influenza* sulla società titolare delle azioni a voto maggiorato, divenendo così irrilevante l'*effettivo esercizio* del potere di ingerenza¹⁹⁴.

Se la perdita del beneficio del voto maggiorato in caso di circolazione dell'azione è certa vista la sua funzione, alcuni dubbi si pongono, simmetricamente a quanto si è visto disquisendo in tema di maturazione del beneficio, circa l'esatto momento a partire dal quale tale perdita si verifichi. La questione è di notevole rilevanza da un punto di vista operativo, poiché nelle società quotate l'art. 83-sexies del Tuf, rubricato *«Diritto di intervento in assemblea ed esercizio del voto»*, prevede che *“la legittimazione all'intervento in assemblea e all'esercizio del diritto di voto è attestata da una comunicazione all'emittente, effettuata dall'intermediario, in conformità alle proprie scritture contabili”*, così come risultanti al termine della giornata contabile del settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea, *“in favore del soggetto a cui spetta il diritto di voto”*. La data entro cui deve avvenire tale comunicazione è la c.d. *record date*¹⁹⁵, antecedente di otto giorni rispetto alla data effettiva dell'assemblea. Tale discrepanza temporale può comportare, come è noto, il fenomeno del c.d. *empty voting* che si sostanzia nella possibilità che, a seguito di un trasferimento della titolarità dell'azione tra le due date citate, sia chiamato ad intervenire ed esercitare il diritto di voto in assemblea un soggetto che non è più detentore del titolo.

Orbene, in linea teorica da ciò dovrebbe conseguire che la cessione delle azioni a voto maggiorato successiva alla *record date* ma antecedente rispetto alla data della riunione assembleare non dovrebbe comportare la perdita della maggiorazione dei diritti di voto relativamente a quella specifica assemblea. Un'interpretazione difforme da quella appena prospettata andrebbe a confliggere, infatti, con le regole generali in tema di legittimazione all'intervento e al voto in assemblea previste per le società quotate. A maggior conferma di ciò si può osservare che il

¹⁹³ Ovvero le ipotesi in cui: 1) la società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria (c.d. *controllo interno di diritto*); 2) la società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria (c.d. *controllo interno di fatto*).

¹⁹⁴ In tal senso, cfr. E. MARCHISIO, *“La “maggiorazione del voto” (art. 127-quinquies T.U.F.): “récompense” al socio “stabile” o “trucage” del socio di controllo?”*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1/1, p. 104

¹⁹⁵ Tale meccanismo è stato introdotto nel Tuf con la trasposizione della Direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti delle società quotate.

legislatore nazionale non si è avvalso, in sede di trasposizione della direttiva comunitaria citata, della facoltà concessa agli Stati membri di disapplicare il meccanismo della “data di registrazione” qualora le società siano in grado di desumere nomi e indirizzi dei loro azionisti da un registro aggiornato alla data dell’assemblea. Perciò, si potrà sicuramente convenire che, essendo il beneficio del voto maggiorato fruibile concretamente proprio in sede di esercizio del voto, anche la disciplina sulla perdita del beneficio medesimo dovrebbe, per ragioni di coerenza sistematica, rispettare quanto previsto dall’art. 83-sexies del Tuf, con la conseguenza che le cessioni di azioni effettuate dopo la record date non abbiano effetto ai fini della perdita della maggiorazione, si badi bene, per quella specifica assemblea¹⁹⁶. Specularmente, si può sostenere che sia irrilevante non solo il caso in cui tra la “data di registrazione” e la data dell’assemblea si verifichi una vicenda circolatoria riguardante azioni con voto maggiorato, ma anche quello in cui la scadenza del termine previsto dallo statuto per la maturazione del beneficio del voto maggiorato cada tra le due date citate, essendo unicamente rilevante la situazione esistente alla *record date*. Si deve però mettere in luce l’esistenza di un’ulteriore e diverso orientamento dottrinale sul tema¹⁹⁷, basato su quanto previsto dall’art. 83-septies del Tuf, il quale così dispone: “*all’esercizio dei diritti inerenti agli strumenti finanziari da parte del soggetto in favore del quale è avvenuta la registrazione l’emittente può opporre soltanto le eccezioni personali al soggetto stesso e quelle comuni a tutti gli altri titolari degli stessi diritti*”. E, allora, la perdita della maggiorazione del voto successivamente alla data di registrazione potrebbe essere considerata come un’eccezione personale, essendo la maggiorazione stessa una prerogativa personale del socio, opponibile dalla società al socio che non potrebbe in tal caso avvalersi del voto potenziato, bensì del solo meccanismo ordinario “un’azione-un voto”. Tale interpretazione, potrebbe consentire di scongiurare il rischio che fenomeni di *empty voting*, ossia di dissociazione tra effettivo titolare dell’azione e soggetto legittimato al voto, possano essere amplificati per effetto della maggiorazione del diritto di voto, rischio che appare, come si è avuto modo di vedere, connaturato al meccanismo della *record date*. Tuttavia, è evidente come l’interpretazione prospettata costituisca solamente un rimedio agli effetti dissociativi che il sistema vigente porta seco, con la conseguenza che solamente nel caso in cui la perdita della maggiorazione venga eccepita dalla società l’amplificazione di cui si è parlato potrebbe venir meno.

A fianco alla regola generale di perdita del beneficio del voto rafforzato a seguito di eventi circolatori, il legislatore della riforma ha previsto delle ipotesi in cui, nonostante ci sia un trasferimento, il beneficio del voto potenziato si mantiene in capo al nuovo titolare, salvo che sia prevista un’apposita disposizione statutaria che impedisca la conservazione della maggiorazione del voto anche in tali casi. Si sta facendo riferimento alle ipotesi previste dall’art. 127-quinquies, comma 3, secondo periodo, del Tuf, ossia in caso di:

¹⁹⁶ In tal senso si è espressa anche la Consob, cfr. “documento Consob sugli esiti della consultazione”, p. 8.

¹⁹⁷ Cfr. G. GUIZZI, “La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica”, in *Corriere Giuridico*, 2015, p. 157.

- successione per causa di morte nonché fusione e scissione del titolare delle azioni;
- aumento di capitale a titolo gratuito, con estensione del beneficio della maggiorazione alle azioni di nuova emissione.

Relativamente alle due ipotesi individuate al primo punto - che coincidono con quelle previste dal comma citato, lettera a) - si può evidenziare come in entrambi i casi si faccia riferimento a fattispecie comportanti una “cessione”, nel senso specificato poco sopra, di azioni a voto maggiorato. Il trasferimento della titolarità delle medesime, tuttavia, si trova ad essere qui caratterizzato da una *continuità sostanziale* tra il cedente e il cessionario. Ed infatti, in caso di trasferimento *mortis causa* tale continuità deriverebbe dal principio civilistico finalizzato ad assicurare la continuità nei rapporti patrimoniale facenti capo al *de cuius*. A questa fattispecie viene equiparata, se si guarda alla scelta testuale operata dal legislatore, quella relativa a operazioni di fusione e scissione del titolare delle azioni dell'emittente rispetto alle quali è maturata la prerogativa della maggiorazione. In realtà tale assimilazione, più che essere giustificata da una contiguità di suddette operazioni con il fenomeno successorio della persona fisica, deve essere interpretata tenendo in considerazione la reale natura delle operazioni medesime, le quali in genere sono preordinate alla realizzazione di una riorganizzazione dell'impresa societaria. Quello che rileva, in pratica, è la continuità sostanziale dell'impresa societaria medesima da cui deriva, in subordine, la continuità del relativo possesso azionario¹⁹⁸.

Una simile interpretazione della norma, che non potremmo definire a pieno “sostanzialista”, parrebbe far emergere un “principio di conservazione della maggiorazione del voto”, consentendo così di applicare estensivamente la norma stessa alle ipotesi di trasferimento della partecipazione azionaria non incluse tra quelle ricavabili dalla lettera della legge, ma caratterizzate da una simile natura giuridica. Si potrebbe così fare riferimento all'ipotesi di trasferimenti effettuati in virtù di un patto di famiglia o a favore di un *trust* i cui beneficiari siano il trasferente o i suoi eredi: tali operazioni, infatti, sono assimilabili in termini di effetti alla successione per causa di morte e quindi, sulla base del principio poc'anzi ricavato, non dovrebbero comportare la perdita del voto rafforzato. In aiuto alla prospettiva presentata, corre anche la prassi statutaria, avendo, ad esempio, la società “Davide Campari-Milano spa” espressamente previsto nello statuto¹⁹⁹ la conservazione della maggiorazione del voto in tutte le “fattispecie equipollenti” alla successione *mortis causa*, fra le quali fa rientrare anche quelle operazioni poc'anzi esemplificate. Si potrebbe fare riferimento, inoltre, alle ipotesi di trasferimenti infragruppo della partecipazione azionaria “dotata” di voto maggiorato: se da un punto di vista formale ci si trova di fronte ad una cessione di azioni vera e propria poiché coinvolgente soggetti giuridicamente distinti, da un punto di vista sostanziale si è generalmente in presenza di trasferimenti finalizzati a realizzare una riallocazione di *asset*

¹⁹⁸ Cfr. G. GUIZZI, “La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica”, in *Corriere Giuridico*, 2015, p. 158.

¹⁹⁹ Art. 6 (Diritto di voto), sezione 4.1.

patrimoniali all'interno di un perimetro sostanzialmente unitario da un punto di vista economico, con la conseguenza che tali trasferimenti potrebbero essere "assimilati" a quelle operazioni di fusione e scissione aventi natura meramente riorganizzativa.

Urge, tuttavia, fare un'importante considerazione relativamente alle suddette operazioni di fusione e scissione, poiché non sempre è vero che queste comportino un mero fenomeno riorganizzativo. In tali fattispecie ben potrebbe verificarsi un fenomeno di "trasferimento del controllo" a seguito del quale esse non rappresenterebbero più delle operazioni endo-gruppo, bensì operazioni a seguito delle quali varierebbe il titolare sostanziale dell'investimento. Nonostante il legislatore non abbia specificato tale differenziazione dimostrando così di tenere in considerazione quanto disposto dall'art. 2504-bis del codice civile – il quale, prevedendo che *"la società risultante dalla fusione o quella incorporante assumono i diritti e gli obblighi delle società partecipanti alla fusione, proseguendo in tutti i loro rapporti, anche processuali, anteriori alla fusione"*²⁰⁰, sembrerebbe denotare l'adozione di un approccio formale a tali vicende – è significativa la scelta dello stesso di lasciare all'autonomia statutaria la libertà di derogare a tale principio conservativo, ad esempio prevedendo proprio che in quest'ultima ipotesi il beneficio della maggiorazione venga meno. La libertà statutaria può inoltre, come si è avuto modo di evidenziare, derogare totalmente al principio in esame, escludendo la conservazione della maggiorazione in tutte le operazioni di fusione e scissione del titolare della azioni maggiorate, finanche in ipotesi di trasferimento *mortis causa*. Ed è proprio relativamente a quest'ultima possibilità che non appare chiaro perché una simile vicenda, che è disciplinata dalla legge in termini di continuità giuridica dell'erede nei diritti e nelle prerogative del *de cuius*, possa essere qualificata mediante statuto in termini di non-continuità della titolarità azionaria²⁰¹. La disposizione è allora criticabile da un punto di vista della tecnica redazionale, soprattutto se si considera che analoghe ipotesi conservative sono previste per l'istituto della maggiorazione del dividendo – ovviamente con tutti gli accorgimenti derivanti dalla semplice somiglianza e non totale eguaglianza tra tale istituto e quello del voto maggiorato – senza però che siano accompagnate da ulteriori limiti, ossia senza lasciare alcun margine di deviazione all'autonomia statutaria.

Circa, invece, il secondo punto *supra* individuato, ossia quello che prevede l'estensione della maggiorazione alle azioni di nuova emissione in caso di aumento gratuito di capitale, si dirà successivamente in un paragrafo dedicato alla trattazione di quelle vicende societarie qualificabili, al pari di fusioni e scissioni, come operazioni straordinarie. In questa sede è opportuno solamente affermare che anche se si parla di "estensione" del beneficio del voto maggiorato, potendosi anche in tal caso prevedere una clausola statutaria che impedisca tale estensione, la *ratio* della norma è quella di consentire la "conservazione" del beneficio, nel senso però di mantenere inalterati i

²⁰⁰ E lo stesso dicasi per l'ipotesi di scissione.

²⁰¹ Cfr. E. MARCHISIO, "La "maggiorazione del voto" (art. 127-quinquies T.U.F.): "récompense" al socio "stabile" o "trucage" del socio di controllo?", in *Banca borsa e titoli di credito*, 1/1, p. 104.

rapporti di potere sorti al momento della maturazione del beneficio medesimo, ossia in un momento antecedente l'aumento di capitale in questione. Ciò che si vuole conservare, in sostanza, sono gli stessi effetti della maggiorazione che altrimenti potrebbero subire un ridimensionamento in termini di riduzione, appunto, del peso relativo del socio "fedele".

2.2.3. *Rinuncia, intestazione fiduciaria e costituzione in usufrutto, pegno o sequestro della partecipazione azionaria*

Fattispecie non rientrante in quelle che abbiamo definito come vicende “circolatorie” ma che comporta lo stesso la perdita del beneficio della maggiorazione del voto, è l’ipotesi di rinuncia da parte del socio beneficiario, relativamente alla quale si sono posti non pochi dubbi interpretativi. Il meccanismo di *opt-in* previsto dal legislatore per l’introduzione della maggiorazione del voto, è stato prescelto anche per l’ipotesi in esame prevedendosi, appunto, che “*gli statuti possono altresì prevedere che colui al quale spetta il diritto di voto possa irrevocabilmente rinunciare, in tutto o in parte, al voto maggiorato*”²⁰². Il tenore letterale della disposizione appena riportata sembrerebbe rimettere, quindi, alla presenza di una specifica previsione statutaria la facoltà del socio di rinunciare al beneficio lui spettante. Tale disposizione, da qualche giurista definita “assai infelice”²⁰³, sembra infatti non tenere in considerazione il fatto che la maggiorazione del diritto di voto sia una prerogativa individuale del socio, il cui ottenimento è subordinato ad un’iniziativa individuale del socio medesimo che per beneficiarne deve fare una specifica richiesta mediante la presentazione di una domanda di iscrizione nell’apposito elenco tenuto dalla società. Tale peculiarità, rende la maggiorazione un beneficio liberamente disponibile da parte del socio che, dunque, potrebbe rinunciarvi in qualsiasi momento e per qualsiasi ragione. Qualora si volesse seguire tale orientamento interpretativo, la rinunciabilità non potrebbe essere in nessun caso esclusa, nemmeno quindi di fronte all’assenza di una clausola statutaria che espressamente preveda il possibile esercizio di tale facoltà da parte del socio beneficiario. In conseguenza l’unico piano su cui potrebbe intervenire l’autonomia statutaria pare essere quello attinente al profilo della disciplina degli effetti della rinuncia, relativamente al quale l’unico limite individuato dalla disposizione di legge consiste nella irrevocabilità della rinuncia medesima, con ciò intendendosi che essa, una volta manifestata mediante apposita richiesta di cancellazione dall’elenco, determini la decadenza definitiva dal beneficio della maggiorazione. Decadenza che, tuttavia, non impedisce all’azionista rinunziante di procedere successivamente ad una nuova domanda di iscrizione avente ad oggetto anche le stesse azioni per le quali egli ebbe espresso rinuncia, con decorrenza *ex novo* del termine per la maturazione del “nuovo” beneficio su quelle medesime azioni.

Un particolare approfondimento meritano, infine, le ipotesi, di intestazione fiduciaria della partecipazione e di costituzione di pegno, usufrutto o sequestro della medesima, posto che è dubbio se esse possano rientrare nella nozione di “cessione” individuata dal legislatore e se, quindi, siano qualificabili come “vicende circolatorie” comportanti la perdita del beneficio della maggiorazione del diritto di voto. È evidente che per le azioni a voto plurimo non si pongono problemi analoghi, posto che si tratta di azioni speciali che incorporano il potenziamento del diritto di voto, il quale,

²⁰² Ex art. 127-quinquies, primo comma, secondo periodo, T.u.f.

²⁰³ Cfr., G. GUIZZI, op. cit. (v. nota 196), p. 157, nota 17.

quindi, permanendo a seguito di vicende circolatorie, permarrà a maggior ragione anche nelle ipotesi di costituzione di diritti di pegno, usufrutto o sequestro. E, allora, i dubbi interpretativi appena sollevati non potranno che riferirsi esclusivamente allo strumento del voto maggiorato. Prima di presentare la soluzione accolta nel presente lavoro, occorre, tuttavia, richiamare l'articolo 2532 del codice civile il quale disciplina le conseguenze, in termini di esercizio dei diritti amministrativi e patrimoniali, che tali fattispecie determinano prevedendo che *“nel caso di pegno o usufrutto sulle azioni, il diritto di voto spetta, salvo convenzione contraria, al creditore pignoratizio o all'usufruttuario. Nel caso di sequestro il diritto di voto è esercitabile dal custode”*. In sostanza, dalla norma in esame si evince come la costituzione di pegno, usufrutto e sequestro su azioni comporti l'attribuzione del voto in capo al titolare del diritto costituito, salvo convenzione contraria nei primi due casi, potendo quindi le parti accordarsi diversamente. È evidente allora che il problema si pone proprio perché in tali fattispecie le azioni non formano oggetto di *cessione* a terzi - la titolarità della partecipazione azionaria rimanendo invariata - piuttosto su di esse vengono a costituirsi diritti specifici comportanti determinati effetti stabiliti dalla legge tra i quali rileva in questa sede il trasferimento del diritto di voto ad un soggetto terzo diverso, quindi, dal “proprietario” della partecipazione medesima. E, allora, due potrebbero essere le soluzioni prospettabili²⁰⁴. La prima guarda al piano meramente letterale dell'art. 127-*quinquies* del Tuf che richiede ai fini della perdita del beneficio che si verifichi un'ipotesi di “cessione”, ossia di trasferimento della titolarità dell'azione cui è collegata la maggiorazione. La parte della dottrina sostenitrice di questo orientamento ritiene, infatti, che ciò che assume rilevanza in tali ipotesi è che l'art. 127-*quinquies* del Tuf preveda che “la condizione rilevante per maturare la maggiorazione sia la titolarità delle azioni con diritto di voto da parte di uno specifico azionista per il periodo rilevante, nella prospettiva della stabilità dell'investimento, e non il fatto che quello specifico azionista eserciti il voto”²⁰⁵. Da ciò discenderebbero le seguenti conseguenze:

- in caso di usufrutto, il voto maggiorato si conserva indipendentemente da chi sia legittimato ad esercitare il diritto di voto che, per regola di default, è la figura dell'usufruttuario;
- in caso di pegno, sia che il voto permanga al debitore titolare dell'azione, sia che venga trasferito al creditore pignoratizio, il beneficio della maggiorazione permane.

La seconda soluzione, da ritenere preferibile, guarda al contrario al piano della *ratio* dell'istituto in esame, sulla base del quale si evince che – come si è sempre avuto modo sottolineare nel corso dell'analisi delle singole disposizioni introdotte dal legislatore della “mini-riforma” sin qui condotta – la finalità ultima della maggiorazione del voto sia quella di incentivare la *permanenza stabile* del

²⁰⁴ Cfr. F. ANNUNZIATA, A. GIOMBINI, “La disciplina del voto plurimo introdotta dal Decreto Competitività. Pegno, usufrutto e sequestro di azioni (a voto plurimo)”, disponibile al seguente link: <http://www.diritto bancario.it/approfondimenti/societa/disciplina-voto-plurimo-introdotta-decreto-competitivita-pegno-usufrutto-e-sequestro-di-azioni>

²⁰⁵ Cfr. C. F. GIAMPAOLINO, “Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo”, in *Giurisprudenza commerciale*, (5/1), pp. 796/I.

socio nella compagine azionaria, premiandola con delle *prerogative potenziate* proprio in sede di esercizio del diritto di voto. E allora, vista e considerata la mancanza di una soluzione univoca al riguardo da parte dell'art. 127-*quinquies* del Tuf, dato che tali fattispecie comportano un mutamento del soggetto titolare del diritto di voto senza il determinarsi di un corrispondente mutamento della titolarità dell'azione, la questione attinente alla loro "qualificazione" non può che essere risolta tramite un'interpretazione sistematica della norma citata e delle scelte operate a livello statutario, vista, appunto, l'ampia libertà lasciata dal legislatore all'autonomia privata, ossia adottando, appunto, la seconda delle due soluzioni prospettate. In questa prospettiva la titolarità del diritto di voto rappresenta una vera e propria pertinenza della partecipazione sociale che è funzionale a valorizzare la partecipazione di lungo termine dell'azionista. Di qui la conclusione, da molti condivisa²⁰⁶, che l'attribuzione del voto ad altri sia una fattispecie equiparabile, in termini di effetti, alla cessione della partecipazione azionaria. È ragionevole, allora, ritenere che la perdita della maggioranza si verifichi in tali operazioni solamente là dove ad esse consegua il trasferimento del diritto di voto e quindi: (i) sempre in caso di sequestro della partecipazione azionaria, poiché la disposizione civilista non ammette convenzione contraria; (ii) non sempre in caso di pegno e usufrutto, dovendosi in tali fattispecie accertare la "pertinenza" del diritto di voto verificando se questo venga mantenuto convenzionalmente in capo al socio, poiché solamente in tal caso il beneficio del voto maggiorato può considerarsi non-perduto²⁰⁷.

Analoghe considerazioni possono farsi nell'ipotesi in cui tali evenienze si verifichino relativamente ad azioni iscritte nell'apposito elenco, ma per le quali non sia ancora giunto a scadenza il periodo di possesso necessario alla maturazione del beneficio. In tali casi, non potendosi ovviamente parlare di *perdita* della maggioranza poiché la fattispecie costitutiva della medesima non è ancora giunta a completamento, la questione si pone tuttavia in termini diversi, ovverossia se la costituzione di pegno, usufrutto o sequestro comporti una interruzione o meno del termine previsto dallo statuto societario ai fini della concessione della maggioranza. In tali fattispecie si ritiene, allora, che il termine di detenzione suddetto si interrompa "ogni qualvolta la costituzione del diritto" di pegno, usufrutto o sequestro "determini il trasferimento ad un soggetto diverso dal socio del diritto di voto"²⁰⁸.

Diversa e maggiormente complessa è l'ipotesi di azioni di compendio di un fondo comune d'investimento e dell'intestazione fiduciaria delle azioni "collegate" al voto maggiorato, ossia quella fattispecie in cui generalmente un soggetto (il fiduciante) trasferisce un diritto ad un altro soggetto (il fiduciario), con l'obbligo di quest'ultimo di esercitarlo per il soddisfacimento di interessi determinati del trasferente o di un terzo o comuni a lui ed al trasferente o al terzo, tale

²⁰⁶ Cfr., per tutti, P. MARCHETTI, "Osservazioni e materiali sul voto maggiorato" in *Rivista delle società*, 2015, (2-3), p. 455.

²⁰⁷ Circolare Assonime n.10/2015, p. 42.

²⁰⁸ Cfr E. MARCHISIO, *op.cit.* (v. nota 197), p. 107.

diritto consistendo, per quel che concerne la fattispecie in esame, l'amministrazione e la gestione delle azioni medesime²⁰⁹. L'ipotesi che genera delle complessità interpretative attiene sia alla *fattispecie costitutiva*, ovvero all'assegnazione delle azioni a voto maggiorato dal fiduciante al fiduciario, sia alla *fattispecie gestionale*, ossia alle due seguenti ipotesi: (i) trasferimento dell'azione dotata di voto maggiorato da un fondo comune d'investimento ad un altro, entrambi gestiti da una stessa società di gestione del risparmio (SGR); (ii) la sostituzione del gestore di un fondo comune d'investimento. Orbene, con riferimento tanto alla *fattispecie costitutiva* quanto alla prima sub-(i) delle due fattispecie gestionali si può - sulla base delle stesse considerazioni che si sono fatte poc'anzi circa le ipotesi di pegno e usufrutto - concludere che "il trasferimento fiduciario in andata e ritorno se il voto è esercitato dal fiduciante non rompe certo la continuità"²¹⁰, con ciò intendendosi che esso, garantendo la stabilità dell'investimento, non faccia venire meno il perseguimento delle finalità sottese al voto maggiorato. Nel caso prospettato nell'ipotesi sub-(ii), invece, l'adozione di una simile interpretazione è maggiormente dubbia poiché nonostante la pertinenza delle azioni a voto maggiorato sia relativa al patrimonio del fondo – configurandosi, quindi, una *continuità* dal punto di vista patrimoniale – l'imputazione della titolarità è alla SGR che li gestisce²¹¹, configurandosi, in ultima istanza, una discontinuità dal punto di vista gestionale e, quindi, dal punto di vista dell'appartenenza. In sintesi, in tale ultima ipotesi è dubbio se ci si trovi di fronte ad una fattispecie di "cessione" comportante la perdita della maggiorazione oppure, al contrario, ad una fattispecie traslativa non comportante la rottura della continuità del possesso.

Non resta a questo punto che mettere in evidenza che in ciascuna delle ipotesi non-conservative sin qui delineate - con riferimento cioè alle vicende "circolatorie" in senso stretto e alle fattispecie ad esse assimilabili – si determinino, in aggiunta ovviamente alla perdita della maggiorazione, conseguenze operative analoghe a quella indicate dibattendo in tema di "rinuncia volontaria", ovvero: cancellazione dell'iscrizione delle azioni dall'elenco; possibilità per il nuovo titolare di re-iscrivere le medesime azioni ai fini della decorrenza di un nuovo periodo di possesso; riduzione del numero di diritti di voto "circolanti" con insorgenza dell'obbligo di comunicazione da parte dell'emittente alla Consob ex art. 85-bis, comma 4-bis, del Regolamento Emittenti²¹², nonché

²⁰⁹ Là dove con "amministrazione" si intende l'affidamento dei valori mobiliari al fiduciario affinché li custodisca e curi l'esercizio dei relativi diritti, mentre con "gestione" si fa riferimento all'incarico ulteriore sulla base del quale il fiduciario ha il compito di investire e disinvestire i valori stessi in altri valori mobiliari, e dunque si tratta di un'attività ben diversa da quella di amministrazione orientata alla produzione di un reddito utile nell'interesse del fiduciante. V. A.BUSANI, "L'intestazione fiduciaria", disponibile su <http://www.notaio-busani.it/it-IT/Intestazione-fiduciaria.aspx>

²¹⁰ Cfr., P. MARCHETTI, *op. cit.*, p. 455.

²¹¹ Analogo problema si è posto con riferimento alla maggiorazione del dividendo. Cfr. M. S. RICHTER, "I troppi problemi del dividendo maggiorato", in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2011, p. 89.

²¹² Sulla base del quale "l'emittente comunica al pubblico e alla Consob l'ammontare complessivo dei diritti di voto, con indicazione del numero di azioni che compongono il capitale, con le modalità indicate al comma 1, entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese di calendario durante il quale ha accertato un aumento o una diminuzione di tale ammontare, nonché entro il giorno successivo alla data indicata nell'articolo 83-sexies, comma 2, del Testo unico".

l'eventuale insorgenza degli obblighi connessi alla comunicazione delle partecipazioni rilevanti e al superamento delle soglie previste dalla nuova disciplina dell'Opa.

2.3. Azioni a voto potenziato e operazioni straordinarie: nuove norme e questioni esegetiche

2.3.1. Il voto maggiorato nelle operazioni di fusione, scissione e aumento di capitale

Come si è avuto modo di evidenziare nel precedente capitolo, il legislatore della “riforma” ha dedicato alcune mirate disposizioni alla disciplina delle “azioni con voto maggiorato” nell’ipotesi di operazioni straordinarie – con particolare riferimento alle operazioni di fusione, scissione e aumento di capitale – cercando di regolare la sorte di tali azioni in queste particolari evenienze che grande impatto hanno sulla vita dell’impresa societaria, comportando molto spesso radicali cambiamenti in termini di assetti proprietari e di rapporti di poteri tra soci “vecchi” e “nuovi”. Tale intervento è stato sicuramente opportuno e necessario, in quanto i principi ricavabili dalla disciplina generale delle operazioni di fusione o scissione²¹³ e di aumento di capitale sarebbero stati difficilmente in grado di fornire una soluzione univoca a diverse questioni che potrebbero sorgere nelle operazioni in questione. Prima di intraprendere l’analisi delle singole disposizioni sul tema, è tuttavia opportuno premettere che la c.d. “mini-riforma” non ha previsto, al contrario, alcuna specifica disposizione per quel che riguarda quelle operazioni straordinarie coinvolgenti esclusivamente società per azioni c.d. *chiuse* che abbiano emesso azioni a voto plurimo. Per tal motivo se sin qui si è avuto modo di analizzare i due istituti in maniera separata, contestualizzando cioè gli “effetti normativi” generati da ciascuno di questi nella rispettiva area di applicabilità – distinguendo, quindi, tra società quotate e non quotate – relativamente a tali fattispecie l’analisi sarà condotta avendo come *focus* gli emittenti quotati²¹⁴. Tra l’altro, la specificità delle disposizioni che saranno esaminate permetterà di cogliere come ad oggi le società quotate potrebbero essere individuate, per lo statuto normativo di cui sono destinatarie, come appartenenti ad una vera e propria “tipologia societaria”, distinta rispetto alla “società per azioni non quotata”.

Venendo all’analisi delle singole disposizioni, la prima concerne l’ipotesi in cui il *titolare* delle azioni a voto maggiorato sia *oggetto* di una scissione o fusione: si fa riferimento all’art. 127-quinquies comma 3, lett. a) del Tuf, disposizione che si è già ampiamente analizzata nel precedente paragrafo allorquando si discuteva del principio di “conservazione” del voto maggiorato. In questa sede è opportuno aggiungere solamente come la disposizione abbia ad oggetto evidentemente quella particolare tipologia di titolari che sia costituita in forma di società poiché la fusione e la scissione sono degli eventi di natura essenzialmente societaria, nel senso che nella maggior parte dei casi coinvolgono esclusivamente enti costituiti in forma societaria. É forse per tal motivi che alcuni

²¹³ Con particolare al principio della “successione” previsto dall’art. 2504-bis, comma 2, c.c., cui si è già ampiamente accennato.

²¹⁴ Si dedicherà in ogni caso un apposito paragrafo alla trattazione delle problematiche che le operazioni straordinarie citate potrebbero generare nell’ipotesi in cui coinvolgano società per azioni non quotate che abbiano emesso azioni a voto plurimo.

autori hanno ritenuto opportuno giudicare quantomeno dubbia l'applicabilità della disposizione in esame ad alcune fattispecie di "concentrazione, assimilabili dal punto di vista della "causa" e degli effetti, alla fusione in senso tecnico-giuridico, le quali coinvolgano soggetti non societari detentori di azioni a voto maggiorato"²¹⁵. Certo è che ad oggi, vista la tendenziale possibilità di coinvolgimenti in tali operazioni di enti societari e non societari, posto che con la riforma delle società di capitali del D.Lgs. n.6/2003 e la conseguente esplicita ammissibilità della trasformazione eterogenea sono venute meno le obiezioni alla fusione a cui partecipano congiuntamente società ed enti diversi, non dovrebbe più porsi alcuna remora circa l'ammissibilità della disposizione in esame anche a tali fattispecie, fatte salve alcune ipotesi particolare che in questa sede meritano di essere approfondite. Infatti, il dato che sostanzialmente rileva attiene alla qualificazione giuridica dell'operazione di concentrazione posta in essere la quale appare di difficile individuazione quando operazioni del genere vengono poste in essere da soggetti particolari, quali ad esempio *trust*, che non trovano una precisa corrispondenza nel diritto italiano, trovando piuttosto una regolamentazione in altri ordinamenti. Fattispecie per le quali, allora, il dubbio concerne l'assimilabilità a una fusione o una scissione di diritto italiano. In tali casi occorrerà allora operare, coerentemente a quanto si è detto in tema di principio di *conservazione della maggioranza del voto*, una valutazione caso per caso che abbia ad oggetto la delineazione della natura delle operazione concretamente posta in essere: solamente nel caso in cui si tratti di un'operazione avente natura *successoria*, analoga a quella propria di fusione e scissione, sarà possibile ritenere *conservato* il beneficio della maggioranza del diritto di voto. Anche in tal caso, la presenza di specifiche clausole statutarie che disciplinino le sorti del voto maggiorato è legittima e probabilmente indispensabile qualora si vogliano evitare incertezze applicative circa il principio citato e i possibili relativi contenziosi. È opportuna, inoltre, un'ulteriore precisazione poiché inizialmente si è fatto riferimento anche all'operazione di *conferimento* di partecipazioni azionarie "collegate" al beneficio della maggioranza del voto. Ebbene, non essendo prevista alcuna disposizione specifica per tale fattispecie si potrebbe allora pensare che la realizzazione di una simile operazione, assimilabile in termini di *effetti* e di *causa* alla fusione, possa comportare l'applicazione di quel principio conservativo che si è più volte richiamato. In realtà così non è in quanto il conferimento di azioni, anche là dove venisse effettuato nei confronti di una società controllata dal conferente, comporta sempre la perdita della maggioranza poiché esso ricade senza ombra di dubbio, come anche si è avuto modo di evidenziare precedentemente, nella nozione di "cessione" di azioni a voto maggiorato ex art. 127-*quinquies*, comma 2, primo periodo, del Tuf, determinandosi con essa un mutamento soggettivo nella titolarità delle azioni medesime. È chiaro inoltre che, nelle operazioni di fusione e scissione sopra richiamate, la conservazione della maggioranza del voto implichi che questa, a seguito dell'effetto successorio, venga "ereditata"

²¹⁵ Cfr. L. A. BIANCHI, "Operazioni straordinarie, maggioranza del voto e azioni a voto plurimo", in *Rivista delle società*, 2016, citazione a p. 393.

dalla società incorporante o risultante dalla fusione e dalla società beneficiaria delle azioni a voto maggiorato nella scissione, le quali oltre all'esercizio del diritto di voto maggiorato potranno anche scegliere di richiedere la cancellazione dall'elenco speciale rinunciando così al beneficio del voto maggiorato. Tra l'altro, l'effetto successorio che caratterizza tali operazioni e che giustifica l'applicazione del principio di "conservazione della maggiorazione" consente che quest'ultimo trovi applicazione anche nell'ipotesi in cui il beneficio medesimo sia in fase di maturazione, non essendo ancora decorso integralmente il c.d. *vesting period* di appartenenza²¹⁶.

Il principio conservativo poc'anzi richiamato, trova applicazione, anche se in una forma parzialmente diversa, nell'ipotesi prevista dall'art. 127-quinquies, comma 3, lett. b), che a sua volta richiama l'art. 2442, c.c., il quale disciplina l'ipotesi di aumento di capitale a titolo gratuito. Alla *ratio* della disposizione in esame si è già accennato precedentemente affermandosi che l'estensione sia funzionale a garantire che gli effetti della maggiorazione del diritto di voto, consistenti sostanzialmente in un aumento del potere di voto percentuale del socio "fedele", rimangano inalterati a seguito dell'incremento meramente nominale del capitale sociale. Tuttavia, la norma ha destato diversi dubbi, in termini di incoerenza concettuale con i presupposti posti alla base della maturazione del beneficio medesimo che sembrerebbero riferirsi, sulla base del tenore letterale dell'art. 127-quinquies che fa riferimento a "*ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto*", non semplicemente ad una quota di partecipazione sociale, bensì a "ben determinate ed identificate azioni"²¹⁷. E allora ben si comprendono le critiche di incoerenza che da tale interpretazione potrebbero conseguire, posto che l'emissione di nuove azioni, anche se a titolo gratuito, comporta la venuta ad esistenza di nuovi titoli azionari per i quali non può essere evidentemente maturato il periodo minimo di possesso ininterrotto richiesto al primo comma dell'articolo citato. Appare chiaro, tuttavia, che la finalità della disposizione più volte richiamata non lasci spazio ad alcun dubbio, visto e considerato (anche) che quando si parla di diritto di voto esso assuma rilievo da un punto di vista normativo non in termini *assoluti*, bensì solamente nella sua misura *percentuale*. Da ciò consegue, di nuovo, l'assoluta seguente evidenza: in caso di aumento di capitale gratuito, la mancata "conservazione" della maggiorazione in precedenza spettante ad un socio comporterebbe la diminuzione del suo *peso percentuale* in termini di potere di voto. Risultato da considerarsi paradossale là dove si consideri anche che l'aumento gratuito di capitale consista in una mera riclassificazione del patrimonio netto della società – che rimane complessivamente invariato – realizzata mediante imputazione a capitale sociale di valori appostati come riserve, senza alcuna alterazione della percentuale di partecipazione del singolo azionista al capitale sociale medesimo.

Occorre evidenziare, inoltre, come l'orientamento dottrinale richiamato abbia avanzato anche ulteriori critiche al legislatore relativamente a quella parte della disposizione in esame che ammette la derogabilità statutaria della regola di "estensione" in questione. Tali critiche prendono le mosse

²¹⁶ Cfr. L. A. BIANCHI, *op. cit.* nota precedente, p. 396.

²¹⁷ Cfr. E. MARCHISIO, *op.cit.* (v. nota 197), p. 98.

da una diversa interpretazione che individua la maturazione del beneficio non nel possesso ininterrotto di ben determinate azioni, quanto piuttosto di una “determinata quota di partecipazione al capitale sociale, indipendentemente dal fatto che tale quota sia rappresentata dalle medesime azioni o da azioni differenti nel tempo”, purché “la quota di partecipazione sia complessivamente mai inferiore a quella per la quale si richiede il beneficio delle maggiorazione del voto”²¹⁸. La critica prospettata muove le proprie argomentazioni sostanzialmente da due diversi profili:

- uno sistematico, secondo il quale il beneficio sarebbe attribuito in funzione non della “partecipazione detenuta ma della qualità di azionista proporzionalmente “stabile” del suo titolare”;
- uno funzionale, secondo il quale la legge avrebbe ritenuto di beneficiare con il potenziamento del diritto di voto “la stabilità della partecipazione e non la stabilità della specifica *titolarità* azionaria”.

In tale prospettiva, allora, da un lato, l’iscrizione di un certo numero di azioni da parte dell’azionista nell’elenco speciale sarebbe solo una misura della percentuale di partecipazione alla società per la quale egli intende beneficiare della maggiorazione del diritto di voto, dall’altro in ipotesi di cessione di azioni a voto maggiorato affiancata da un contemporaneo acquisto di azioni tale da mantenere inalterata la percentuale di partecipazione al capitale dell’azionista “fedele” non dovrebbe determinarsi alcun effetto di decadenza della maggiorazione. In conseguenza di tali argomentazioni, questa parte della dottrina sostiene che l’invarianza della quota di partecipazione in caso di aumento gratuito di capitale faccia sì che l’estensione della maggiorazione alle azioni di nuova emissione operi automaticamente, indipendentemente, quindi, da una contraria previsione statutaria. Inoltre, in caso di aumento gratuito senza emissione di nuove azioni - come avverrebbe nell’ipotesi di azioni prive di valore nominale ex art 2346, comma 3, c.c. – la clausola statutaria sarebbe concretamente inapplicabile poiché non sarebbe possibile isolare “azioni “vecchie” cui applicare la maggiorazione e azioni “nuove” cui disapplicarla, posto che le azioni rimarrebbero numericamente invariate”²¹⁹ e, quindi, dovrebbe essere considerata come non apposta. Si ritiene che tale soluzione sia da rigettare per due differenti motivi. Da un lato, essa è incoerente con il dettato normativo, avendo più volte il legislatore dimostrato di riferirsi non alla stabilità della quota di partecipazione quanto piuttosto alla stabilità della titolarità delle specifiche azioni, forse e soprattutto per evitare possibili ambiguità e dubbi nella qualificazione di operazioni di trasferimento di azioni come “cessione” rilevante ai fini della perdita della maggiorazione. A ciò si aggiunga l’esplicita volontà del legislatore di consentire la deroga alla regola della “estensione”, come chiaramente traspare dal tenore letterale della disposizione in esame, e, inoltre, l’esplicito riferimento all’ipotesi di aumento gratuito di capitale con emissione di azioni di nuova emissione. Quest’ultimo punto consente di evidenziare come il legislatore abbia tenuto conto che in una simile

²¹⁸ Cfr. E. MARCHISIO, *op.cit.* (v. nota 197), p. 99.

²¹⁹ Cfr. E. MARCHISIO, *op.cit.* (v. nota 197), citazione a p. 101.

vicenda, non essendoci alcuna emissione non si ponga, in concreto, alcun problema di “estensione” rimanendo il numero di azioni esistenti totalmente invariato. A ciò si aggiunga che, come fatto notare da qualcuno, l’opinione che qui si sta ritenendo infondata non tenga in considerazione che “se lo statuto escludesse la maggiorazione ovvero la limitasse sotto forma di percentuale del totale delle azioni di nuova emissione per tutti i soci, all’esito dell’aumento gratuito del capitale la percentuale dei diritti di voto di ciascun singolo socio risulterebbe proporzionalmente invariata”²²⁰. E allora, l’unica limitazione concepibile all’autonomia statutaria riguarderebbe il rispetto del principio di parità di trattamento degli azionisti, con la necessità di prevedere che la mancata o parziale estensione del beneficio coinvolga “tutti” i soci che ne abbiano diritto e non soltanto alcuni di questi, in estensione, quindi, di quanto espressamente previsto dal comma 4 dell’art. 127-quinquies, Tuf, per l’ipotesi di aumento di capitale a pagamento.

In maniera coerente, ma non perfettamente analoga, a quanto previsto in sede di aumento di capitale a titolo gratuito, l’art. 127-quinquies, comma 4, secondo periodo, del Tuf, disponendo che “*lo statuto può prevedere che la maggiorazione del voto si estenda proporzionalmente alle azioni emesse in esecuzione di un aumento di capitale mediante nuovi conferimenti*” introduce per l’ipotesi di aumento di capitale a pagamento un regime c.d. di *opt-in*, poiché in tal caso l’applicabilità del principio di “estensione” della maggiorazione dipende dalla presenza di una clausola statutaria *ad hoc*. Il diverso regime prescelto per l’ipotesi di aumento di capitale mediante nuovi conferimenti trova giustificazione nella diversità in termini di natura tra questa operazione e quella di aumento di capitale a titolo gratuito. Infatti, si è già evidenziato come in quest’ultima vicenda societaria l’applicabilità del principio di estensione come regola di *default* si giustifichi alla luce del fatto che l’incremento del capitale sociale sia meramente nominale, non comportanti cioè l’apporto di alcuna nuova ricchezza, e rappresenti, piuttosto, un semplice rigiro contabile di valori già di pertinenza dei soci e soprattutto, “trattandosi di somme rivenienti da riserve formate da utili accantonati negli esercizi pregressi, *già durevolmente investiti in società*”²²¹. Ebbene lo stesso non si può affermare in caso di aumento a pagamento poiché si tratta di un’operazione in cui le azioni di nuova emissione vengono appunto emesse a fronte di nuovi investimenti, di soci o di terzi, con la conseguenza che, in linea di principio, la regola di *default* non possa che essere quella opposta, ossia quella che ai fini dell’attribuzione della maggiorazione alle azioni liberate mediante nuovi conferimenti richieda la decorrenza del *vesting period* di appartenenza continuativa delle azioni medesime. La possibilità di ammettere in via statutaria l’estensione della maggiorazione del voto alle azioni di nuova emissione comporta il sorgere di alcune questioni concernenti la necessità di garantire il rispetto del principio di parità di trattamento degli azionisti, questioni analoghe, quindi, a quelle che si sono poste allorché si è trattato dell’introduzione delle azioni a voto plurimo mediante aumento di capitale

²²⁰ Cfr. L. A. BIANCHI, *op. cit.* (v. nota 219), p. 398.

²²¹ Cfr., G. GUIZZI, *op. cit.* (v. nota 196), p. 158, in particolare nota 20, ove ampi riferimenti bibliografici.

a pagamento²²², ma che, ovviamente, richiedono un approccio differente. E, allora, verificare quando in concreto sia garantito il rispetto di suddetto principio nella fattispecie in esame implica – diversamente a quanto si è rilevato per le azioni a voto plurimo, poiché in tal caso l’estensione del potenziamento del voto non richiede l’apposizione di una specifica clausola statutaria – andare a ricercare i confini entro i quali possa legittimamente operare l’autonomia statutaria. Orbene, è abbastanza banale che lo statuto possa legittimamente prevedere l’estensione del beneficio del voto maggiorato a *tutte* le azioni di nuova emissione sottoscritte dal socio “fedele”, rigettandosi, di nuovo, la tesi che ritiene che tale estensione possa spingersi “*solo fino al limite rappresentato dalla sottoscrizione di nuove azioni in misura tale da consentire al socio il mantenimento della precedente quota complessiva di partecipazione sociale*”²²³. Ciò implicherebbe, infatti, riconoscere l’applicazione della “estensione” alle sole azioni sottoscritte in virtù dell’esercizio del diritto d’opzione spettante al singolo socio ed escludere, in maniera del tutto ingiustificata, che la stessa “estensione” non operi per le azioni sottoscritte dal socio “fedele” in virtù dell’esercizio di diritti d’opzione ulteriore a quelli lui originariamente spettanti, vale a dire quelli, ad esempio, acquistati a seguito di offerta nel mercato regolamentato da parte degli amministratori ex art. 2441, terzo comma, del codice civile. Inoltre, appare dotata di legittimità anche la clausola che preveda l’estensione della maggiorazione con una limitazione del diritto d’opzione, ovverossia nel caso in cui tale estensione avvenga con riferimento a solo una parte di azioni rispetto al totale di quelle che il socio avrebbe diritto di sottoscrivere, purché tale limitazione vada ad incidere proporzionalmente su tutti i soci “fedeli”. Un ulteriore problema che si pone è quello relativo alla possibilità che lo statuto possa prevedere che sia la specifica delibera di aumento di capitale a decidere circa l’esclusione o la limitazione, sempre in maniera proporzionale rispetto a “tutti” i soci “meritevoli”, dell’estensione della maggiorazione. In tal modo, infatti, si lascerebbe la decisione ad una maggioranza, sia pure qualificata, che potrebbe risolversi in una diluizione del potere di voto in grado di incidere in maniera non equivalente per gli azionisti²²⁴.

Si noti che, nel rispetto di quanto previsto dalla disposizione del Tuf in esame, si è sempre parlato di un criterio di proporzionalità nell’estensione del beneficio della maggiorazione del diritto di voto. È opportuno allora cercare di chiarire la precisa portata dell’obbligo di estendere detto beneficio *proporzionalmente* alle azioni di nuova emissione. In *primis*, la citata regola di proporzionalità deve ritenersi riferita esclusivamente a quegli azionisti che abbiano già maturato²²⁵ il beneficio del voto doppio: non a caso, infatti, si è sempre sin ora accostato il termine “proporzionale” con quello di socio “fedele” o “meritevole”, poiché solo relativamente a tali soggetti può parlarsi propriamente di

²²² Per una disamina di tale fattispecie si rimanda a quanto detto nel paragrafo 2.2.2.

²²³ Cfr. E. MARCHISIO, *op.cit.* (v. nota 197), citazione a p. 102.

²²⁴ “La diluizione del socio “fedele” con una quota di capitale largamente superiore a quella di maggioranza ha un impatto diverso, sotto il profilo dei diritti amministrativi, rispetto a quanto si verifica per un socio “fedele” di minoranza”. Cfr. L. A. BIANCHI, *op. cit.* (v. nota 218), p. 400.

²²⁵ O, come si preciserà meglio infra, “abbiano in corso di maturazione”.

“estensione” e poiché, in caso contrario, si verrebbe a determinare una disparità di trattamento tra il “vecchio” socio fedele e il “nuovo”, che si vedrebbe riconosciuto il beneficio senza averne maturato concretamente i requisiti. In secondo luogo, rispettare un simile criterio implica che lo statuto non solo debba garantire una “estensione proporzionale” in termini *quantitativi*, ma dovrà farlo anche in termini *qualitativi*, non potendo quindi subordinare l’estensione del beneficio della maggiorazione a condizioni diverse dalle condizioni originarie di maturazione del beneficio medesimo poiché anche in tal caso si determinerebbe un’estensione della maggiorazione non proporzionale.

È bene a questo punto evidenziare che il principio di “conservazione” e il suo diretto derivato logico, il principio di “estensione”, che sin qui si sono esaminati debbano considerarsi rilevanti - in tutte le ipotesi in cui, vuoi per il regime di *opt-in*, vuoi per il regime di *opt-out*, trovino effettiva applicazione - non solo con riferimento al beneficio del voto maggiorato già maturato, ma anche ai fini del computo del periodo di decorrenza necessario per la maturazione del beneficio medesimo nel caso in cui esso sia ancora in *itinere*. Questo implica evidentemente che in caso di aumento di capitale a pagamento – al pari di quanto avverrebbe nei casi di fusione e scissione del titolare delle azioni maggiorate o dell’aumento gratuito di capitale - le azioni di nuova emissione attribuite al socio che abbia antecedentemente iscritto azioni “altre” nell’elenco speciale, ma che non abbia ancora maturato la qualifica di socio “stabile”, potranno beneficiare della medesima *anzianità* di maturazione propria delle azioni originariamente iscritte.

Un’ulteriore fattispecie espressamente prevista dal legislatore concerne di nuovo le operazioni di fusione e scissione con la differenza che, mentre nel caso precedentemente analizzato si faceva riferimento alla fusione o scissione del titolare delle azioni, con la disposizione prevista all’art. 127-quinquies, comma 4, primo periodo, del Tuf, si richiama l’ipotesi in cui il soggetto che si fonde o si scinde sia proprio la società emittente tali azioni, ovvero, in termini più rigorosi, quella società che abbia introdotto statutariamente la clausola di voto maggiorato. Orbene, la disposizione citata detta che “*il progetto di fusione o di scissione di una società il cui statuto prevede la maggiorazione del voto può prevedere che il diritto di voto maggiorato spetti anche alle azioni spettanti in cambio di quelle a cui è attribuito voto maggiorato*”. Il tenore letterale della disposizione riportata consente di precisare meglio l’ambito di applicazione della norma, il quale va a coincidere con tutte quelle ipotesi in cui l’incorporante o la beneficiaria siano società già esistenti che prevedano nello statuto la maggiorazione del voto e che quindi siano anche società quotate o in fase di quotazione, dando per scontato, ovviamente, che l’incorporata e la scissa siano anch’esse società che abbiano una previsione statutaria corrispondente: in ipotesi diverse da quella prospettata, non vi sarebbe ragione per assegnare in concambio azioni a voto maggiorato. Per meglio chiarire il perché anche la società incorporante o beneficiaria debba essere già esistente e ammessa alla negoziazione nel mercato regolamentato (o comunque in fase di ammissione) è sufficiente fare questa breve considerazione: qualora lo statuto della società risultante da suddette operazioni non preveda espressamente la clausola di maggiorazione del voto – e non potrebbe farlo se non fosse una società già quotata o in

fase di quotazione e, di conseguenza, anche già esistente²²⁶ - l'eventuale estensione prevista dal progetto di fusione o scissione della società il cui statuto già prevede la maggiorazione del voto sarebbe priva di significato e concretamente inapplicabile, proprio perché mancherebbe nella società risultante la suddetta previsione, la sola cioè in grado legittimare la presenza di azioni con voto maggiorato. Anche nella fattispecie che si sta esaminando, al pari di quanto è previsto per gli aumenti di capitale a pagamento, la scelta del legislatore è stata quella di prevedere come regola di *default* la non conservazione della maggiorazione del diritto di voto per le azioni ricevute in concambio delle azioni a voto maggiorato, poiché ai fini della conservazione si rende necessaria una previsione *ad hoc* del progetto di fusione o di scissione (regime c.d. di *opt-in*). In sostanza il legislatore non ha ritenuto opportuno riconoscere neanche in questa fattispecie alcun diritto dell'azionista della società incorporata o scissa a ricevere in concambio delle proprie azioni a voto maggiorato, azioni della società risultante dalla fusione o dalla scissione dotate parimenti del privilegio della maggiorazione del voto. Mentre nel caso di aumento reale di capitale tale scelta pare, come si è ampiamente motivato, opportuna, lo stesso non sembra potersi dire nella fattispecie in questione. La soluzione adottata dal legislatore, infatti, sembrerebbe basarsi sul fatto che tali operazioni "spezzerebbero" la continuità del possesso, poiché l'estensione della maggiorazione avrebbe in tale ipotesi ad oggetto azioni di una società, preesistente o neocostituita, "terza" rispetto alla società fusa, incorporata o scissa²²⁷. Sotto questo punto di vista, allora, tale soluzione legislativa merita sicuramente di essere oggetto di critica, poiché dimostra che nel disciplinare tale fattispecie il legislatore non abbia tenuto conto di ciò che egli stesso ha invece preso in considerazione nel formulare l'altra norma relativa alle sorti del voto maggiorato in tali vicende societarie. Si sta facendo riferimento alla natura delle operazioni in questione che – in ossequio alla c.d. "teoria modificativa" – non comportando alcuna estinzione e costituzione di soggetti giuridici, poiché, come si è avuto modo di anticipare, si risolvono "in modificazioni degli statuti delle società partecipanti, attuate in modo tale da renderne omogenea la disciplina e consentirne così l'unificazione"²²⁸, possono essere viste, da un punto di vista eminentemente giuridico, come fenomeno *successorio*. Ed allora è proprio in virtù di tale natura che si può affermare che in caso di concambio non ci si trovi alla presenza di una nuova partecipazione e di un nuovo investimento, quanto, piuttosto, ad una semplice vicenda di riorganizzazione e ridefinizione di un investimento preesistente che, in quanto tale, ha allora già scontato il periodo minimo di possesso ininterrotto ai

²²⁶ Questo, lo si ricorda, discende dal fatto che la maggiorazione del diritto di voti è una prerogativa delle società per azioni quotate o in fase di quotazione. Infatti, se la società risultante dalla fusione/scissione non è una società quotata, non potrebbe, in sede di suddette operazioni, modificare il proprio statuto introducendo il voto maggiorato. Per farlo dovrebbe prima intraprendere il processo di *going public*, a seguito del quale sarebbe legittimata ad adottare tale modifica statutaria.

²²⁷ Cfr. L. A. BIANCHI, op. cit. (v. nota 218), p. 402.

²²⁸ Cfr. G. SAVIOLI, "Le operazioni di gestione straordinaria", IV edizione, Giuffrè, 2012, p. 160, in particolare v. nota 2, ove ampi riferimenti bibliografici.

fini del riconoscimento della maggiorazione²²⁹. Sulla base di tali considerazioni sarebbe stato allora più opportuno prevedere come regola di *default* un regime di *opt-out*, con l'estensione automatica della maggiorazione alle azioni ricevute in concambio delle azioni a voto maggiorato, analogamente a quanto previsto per l'ipotesi di aumento gratuito di capitale e per le stessa vicenda in caso di azioni che beneficino del dividendo maggiorato²³⁰. L'unica argomentazione che potrebbe supportare la scelta del legislatore sarebbe allora da rinvenirsi con riferimento alla particolare ipotesi di una fusione per incorporazione considerata, in termini di natura economica, alla stregua di un'operazione di acquisizione del controllo del patrimonio dell'incorporanda da parte dei soci di controllo dell'incorporante: in mancanza di loro consenso è logico ipotizzare che non vi sia spazio per la maggiorazione del voto a favore dei soci dell'incorporanda, essendo quindi necessario, ai fini dell'acquisizione di tale consenso, prevedere nel progetto di fusione l'estensione alle azioni di concambio. Anche se si volessero ricercare le motivazioni della scelta del legislatore in tale fattispecie, si può facilmente notare come il medesimo risultato sarebbe stato raggiungibile prevedendo un regime di *opt-out*, con la necessità quindi, di una deroga nel caso particolare.

In sostanza e concludendo, la ragionevolezza o la non-ragionevolezza della regola in esame risulta strettamente dipendente dal rilievo che si intende dare alla maggiorazione del diritto di voto all'interno della disciplina delle società per azioni quotate. Nel caso in cui si interpreti tale strumento come un istituto che, introducendo elementi personalistici nella disciplina complessiva di tale "sotto-tipo" societario, debba essere visto alla stregua di una deroga eccezionale al "sistema" dettato dalle disposizioni del Tuf, allora la regola di default prevista dal legislatore appare sicuramente come una conferma normativa di tale natura derogatoria. Se invece si ritiene che la maggiorazione del diritto di voto rappresenti un elemento che denota l'emergere di un vero e proprio "statuto normativo" del socio di lungo corso, come sembrerebbe più ragionevole fare anche alla luce della presenza dell'istituto, analogo in termini di finalità, della maggiorazione del dividendo, allora non si può che concludere come la regola in commento non sia per nulla condivisibile²³¹. Infine, in questa particolare fattispecie si ritiene che non sia rilevante - in virtù della regola di "non-estensione" - il periodo di possesso pre-fusione/pre-scissione delle azioni iscritte nell'elenco speciale per le quali non sia ancora totalmente decorso il *vesting period* necessario alla maturazione del privilegio. In tal caso, infatti, sarebbe necessario rendere applicabile la regola che prevede l'estensione della maggiorazione alle azioni di concambio delle azioni a voto maggiorato mediante l'apposita previsione del progetto di fusione o scissione, non essendo necessaria un'ulteriore previsione dei suddetti progetti che espressamente preveda di tener conto, ai fini del computo del *vesting period*, anche del possesso pre-operazione a favore dei soci già iscritti

²²⁹ Cfr. G. GUIZZI, *op. cit.* (v. nota 195), p. 159.

²³⁰ Ex art. 127-quater, terzo comma, del Tuf.

²³¹ Cfr. E. MARCHISIO, *op.cit.* (v. nota 197), p. 98. Sull'emersione di uno statuto normativo del socio di lungo periodo v. anche U. TOMBARI, "Maggiorazione del dividendo" e "maggiorazione del voto": verso uno "statuto normativo" per l'investitore di medio-lungo termine?" in *Banca borsa e titoli di credito*, p. 318

nell'apposito elenco ma non ancora "meritevoli". L'irrelevanza di tale ulteriore previsione dovrebbe desumersi dal fatto che nel momento in cui l'estensione diviene applicabile, non riconoscere la possibilità ai soci iscritti nell'elenco speciale di computare il periodo di possesso precedente l'operazione costituirebbe un'ipotesi di disparità di trattamento tra questi soci e quelli aventi già maturato il privilegio²³². A seguito di quest'ultima considerazione, alcuni autori si sono posti il dubbio se il campo di applicazione della norma in esame che è stato poc'anzi precisato possa essere esteso anche all'ipotesi di fusione per incorporazione o scissione di una società *non quotata* in una quotata che già preveda la maggiorazione del diritto di voto in statuto²³³, ossia se i relativi progetti possano prevedere il riconoscimento della validità del possesso azionario pre-fusione o pre-scissione nonostante per le società chiuse sia vietata la maggiorazione del voto e nonostante, quindi, non ci sia alcun elenco *ad hoc* ove verificare il periodo di possesso maturato sino al compimento di dette operazioni. In favore di detta soluzione entra in gioco il comma 7 dell'art. 127-quinquies del Tuf, il quale prevede, come si ricorderà, che in caso di *Initial Public Offering* di "una società non risultante da una fusione che coinvolga una società con azioni quotate" – là dove il "non" fa capire che si tratti di un'ipotesi esattamente speculare e per certi versi analoga a quella che si sta trattando, ovvero di fusione per incorporazione di una società quotata in una società chiusa, la quale venga a sua volta quotata, con effetto dalla data di efficacia della fusione, e predisponga a tal fine un aumento di capitale dedicato – la prima delle due citate società possa prevedere con la relativa clausola di introduzione del voto maggiorato che "ai fini del possesso continuativo" rilevi anche il periodo di possesso "effettivo", computandosi cioè anche quello anteriore alla data di iscrizione nell'elenco speciale²³⁴. Sulla base di tale disposizione si ammette quindi la possibilità di inserire in statuto la clausola di voto maggiorato anche in ipotesi di società chiusa con, tuttavia, la precisazione che in tal caso essa abbia "effetto differito alla ammissione alle negoziazioni" con l'ulteriore precisazione che essa "ai fini di utilizzare il possesso ante ammissione alla quotazione per la maturazione tuttavia dovrà porre come termine iniziale della maturazione "anticipata" l'inizio della procedura di quotazione"²³⁵. In sostanza, tale interpretazione sarebbe estendibile anche al caso inizialmente prospettato. Contro tale conclusione, va però considerato che lo "sconto" in termini di *vesting period* che con tale equiparazione di fattispecie si determinerebbe sarebbe viziato da non-

²³² Nonostante tale orientamento interpretativo, per cui si rimanda alla nota 216, diverse società quotate hanno espressamente previsto nello statuto che (i) qualora il progetto di fusione/scissione lo preveda, la maggiorazione del diritto di voto si estenda alle nuove azioni spettanti in cambio delle azioni a voto maggiorato con efficacia immediata e che (ii) per le azioni di nuova emissione spettanti in cambio di azioni per le quali non sia ancora maturata la maggiorazione, ai fini della maturazione della maggiorazione nella società risultante dalla fusione/scissione si tenga conto del periodo di iscrizione nell'elenco speciale della società fusa/scissa. Cfr. art. 11-bis, commi 4 e 5, statuto Intek Group s.p.a.; Cfr. art. 6-bis, commi 5 e 6, statuto Maire Tecnimont s.p.a.

²³³ In tal senso, cfr. L. A. BIANCHI, *op. cit.* (v. nota 218), p. 404.

²³⁴ Circa le modalità con cui si possa concretamente verificare il possesso effettivo si rimanda a quanto precisato nel paragrafo 2.1.4., in particolare v. nota 157.

²³⁵ Così si esprime P. MARCHETTI, "Osservazioni e materiali sul voto maggiorato" in *Rivista delle società*, 2015, (2-3), p. 450.

equità, in quanto andrebbe a ledere i soci dell'incorporante nonché i potenziali nuovi soci che intendessero acquistare le azioni della società risultante dalla fusione, premiando, al contrario, i soci della società incorporata.

2.3.2. Operazioni straordinarie e fattispecie di cumulo nelle società aperte.

Si è già avuto modo di evidenziare che il legislatore non ha disposto alcuna specifica norma per la disciplina della sorte delle azioni a voto plurimo nel caso in cui ci si trovi in presenza di operazioni straordinarie che coinvolgano società chiuse che abbiano emesso tale speciale categoria azionaria. Si è anche evidenziato all'inizio del presente capitolo che la legge vieti, in linea generale, alle società quotate di "creare" azioni a voto plurimo, poiché istituto destinato a trovare applicazione nelle sole società chiuse, con, tuttavia, alcune precisazioni che si rendono necessarie: in sede di definizione del campo di applicazione dei due istituti, infatti, sono state richiamate alcune delle particolari disposizioni contenute nell'art. 127-sexies del Tuf che individuano delle ipotesi specifiche in cui, per diverse ragioni, l'impossibilità della coesistenza tra azioni a voto plurimo e società quotate viene meno, con la conseguente possibilità di estensione del campo di applicazione della disciplina della speciale categoria azionaria citata all'area delle società quotate. Si badi bene che si è parlato poc'anzi di possibilità per le società quotate di "creare", cioè di emettere, azioni a voto plurimo "nuove", poiché è proprio a tali ipotesi che ci si vuole dedicare in questa sede, rimandando per la disamina della fattispecie concernente la sorte delle azioni a voto plurimo emesse dalla società antecedentemente alla quotazione, ovverossia quand'essa era ancora chiusa, a quanto già si è detto ad inizio capitolo. Si è anche visto che, l'emissione di azioni a voto plurimo da parte di società emittenti titoli quotati nel mercato regolamentato possa avvenire, per espressa previsione del legislatore, nelle tre seguenti ipotesi da considerarsi tassative²³⁶:

- aumento di capitale a titolo gratuito;
- aumento di capitale mediante nuovi conferimenti senza esclusione o limitazione del diritto d'opzione;
- fusione o scissione, se una delle società partecipanti ma non risultanti dalle suddette operazioni sia già dotata di azioni a voto plurimo.

Come si evince dal testo della disposizione richiamata in nota, la possibilità di emissione di azioni a voto plurimo da parte di società quotate è limitata alle sole ipotesi in cui una qualsiasi delle vicende societarie citate sia posta in essere da o, più in generale, veda il coinvolgimento di una società che abbia già provveduto all'emissione di azioni a voto plurimo. E, allora, la finalità della norma è proprio quella di garantire l'invarianza del rapporto tra le varie categorie di azioni già esistenti, invarianza che può essere garantita solamente se nelle tre ipotesi citate siano emesse azioni a voto plurimo che presentino *"le medesime caratteristiche e diritti di quelle già emesse"*.

È abbastanza evidente che la disciplina in questione, facendo riferimento esplicitamente alla possibilità di "emettere azioni a voto plurimo" e prevedendo che ciò sia possibile solo in ipotesi in

²³⁶ Ex art. 127-sexies comma 2, secondo periodo, lett. a) per le prime due ipotesi menzionate e lett. b) per la terza.

cui concretamente si determini una *variazione* del capitale, richieda che le azioni a voto plurimo debbano essere azioni “nuove”, cioè introdotte mediante aumento di capitale anche nell’ipotesi di fusione o scissione, non essendo concepibile quindi la possibilità per le società quotate di “introdurre” azioni a voto plurimo mediante conversione di azioni ordinarie o di altre categorie speciale²³⁷. Un’ulteriore considerazione che potrebbe farsi e che sembra apparentemente banale discende dalla *ratio* della disposizione in esame e concerne l’individuazione degli azionisti destinatari delle nuove azioni. Infatti, le azioni a voto plurimo emesse “ex novo” da una società quotata in una di tali fattispecie devono essere destinate esclusivamente agli azionisti già titolari di azioni della medesima specie, poiché solamente in tal caso si garantirà che il rapporto pre-esistente tra le varie categorie azionarie rimanga inalterato. In tal senso deporrebbe anche la seconda delle tre ipotesi citate, quella concernente cioè l’aumento di capitale a pagamento: l’emissione di nuove azioni a voto plurimo è consentita solamente se l’aumento di capitale è effettuato senza alcuna esclusione o limitazione del diritto d’opzione, dando cioè possibilità a tutti i “vecchi” azionisti dotati di voto plurimo di sottoscrivere un numero di azioni “nuove” proporzionale al numero di azioni già possedute, lasciando loro la facoltà di decidere in ultima istanza se mantenere invariato il proprio peso percentuale oppure no.

La tutela garantita ai titolari di azioni a voto plurimo dalla disposizione richiamata non è tuttavia assoluta, in quanto trattasi di norma dispositiva e quindi liberamente derogabile dall’autonomia statutaria che bene potrebbe, allora, escluderla totalmente mediante un’apposita clausola. Clausola che, inoltre, dovrebbe essere introdotta mediante la sola deliberazione dell’assemblea straordinaria, senza la necessità di un’ulteriore approvazione da parte dell’assemblea speciale di categoria costituita dagli azionisti titolari di azioni a voto plurimo. La mancanza del riconoscimento del potere di veto da parte dell’assemblea speciale, dovrebbe rinvenirsi, infatti, nello stesso testo della legge, prevedendosi all’art. 127-sexies, comma 4, del Tuf, che *“ove la società non si avvalga della facoltà di emettere nuove azioni a voto plurimo ai sensi del comma 2, secondo periodo, è esclusa in ogni caso la necessità di approvazione delle deliberazioni, ai sensi dell’articolo 2376 del codice civile, da parte dell’assemblea speciale degli appartenenti alla categoria delle azioni a voto plurimo”*. Tale disposizione riportata, nell’escludere la necessità di pronuncia favorevole da parte dell’assemblea speciale dei titolari di azioni a voto plurimo nelle deliberazioni di aumento di capitale, gratuito o a pagamento, e di aumento di capitale a servizio di fusioni o scissioni che non prevedano l’emissione di azioni a voto plurimo, consente di concludere che, *a fortiori*, essa non sia necessaria in caso di introduzione della clausola statutaria che esclude la facoltà di emissione di azioni a voto plurimo in concomitanza di tali operazioni. Questo perché mentre nel primo caso – cioè di approvazione delle delibere di emissione di nuove azioni “non” a voto plurimo – la lesione degli interessi degli azionisti a voto plurimo è concreta ed effettiva, nel secondo – quello di

²³⁷ Cfr. P. MARCHETTI, “Osservazioni e materiali sul voto maggiorato” in *Rivista delle società*, 2015, (2-3), p. 455.

introduzione della suddetta clausola derogatoria del regime ordinario – tale lesione sarebbe solo potenziale, essendo i suoi effetti differiti alla successiva deliberazione di emissione.

Detto ciò ci si chiede allora perché, nonostante in entrambi i casi si parli di lesione degli interessi degli azionisti portatori di azioni a voto plurimo il legislatore abbia escluso, esplicitamente o implicitamente, l'intervento dell'assemblea speciale, scelta che genera ulteriori dubbi se si pensa alla principale finalità che il legislatore medesimo si è proposto di raggiungere mediante l'introduzione dell'istituto del voto plurimo, ovverossia mettere a disposizione dell'autonomia statutaria uno strumento in grado di promuovere la quotazione delle imprese italiane di piccole e medie dimensioni organizzate nella forma di società per azioni. Infatti, l'assenza di uno strumento di tutela quale quello delle assemblee speciali, è un fattore che – a parere di chi scrive – si muove in una direzione opposta a quella dell'incentivazione della quotazione, poiché tale mancanza è destinata a produrre i propri effetti negativi proprio una volta che la società che abbia emesso azioni a voto plurimo si sia quotata in via diretta, oppure indirettamente mediante un'operazione di fusione o di scissione in cui la società incorporante o beneficiaria sia una società quotata²³⁸. L'unica ragione che si potrebbe allora prendere in considerazione a favore della scelta *legislatoris* è quella che vede la disposizione esaminata come una conferma normativa della tassatività delle ipotesi di emissione di azioni a voto plurimo da parte di società quotata, volendosi cioè evitare che l'ulteriore vincolo costituito dal potere di veto dell'assemblea speciale di categoria avrebbe potuto allargare in maniera eccessiva l'area delle deviazioni dal divieto di emissione di azioni a voto plurimo che, come si ricorderà, permane per le sole società quotate²³⁹.

Il principale effetto non solo della facoltà di emissione di “nuove” azioni a voto plurimo da parte società quotate in quelle ipotesi tassative previste dal legislatore, ma anche della conservazione post-quotazione del medesimo tipo di azioni emesse da una società chiusa è stato quello, lo si è detto, dell'ampliamento del campo di applicazione dell'istituto *de quo*. La principale conseguenza della possibilità di coesistenza tra azioni a voto plurimo e società quotate ha reso, allora, necessario un intervento finalizzato alla regolamentazione delle fattispecie di cumulo tra l'istituto del voto plurimo e l'istituto della maggiorazione del diritto di voto. La norma è contenuta nell'art. 127 sexies del Tuf, 3° comma, con il quale si è previsto che “*nel caso previsto dal comma 2*”, ovvero nell'ipotesi in cui una società quotata abbia emesso azioni a voto plurimo, “*gli statuti non possono prevedere ulteriori maggiorazioni del diritto di voto a favore di singole categorie azioni né ai sensi dell'articolo 127-quinquies*”. La norma citata esclude, quindi, qualsiasi possibilità di coesistenza non solo tra azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto, ma anche tra azioni a voto plurimo emesse da una società quotata nelle operazioni straordinarie sopra indicate “ulteriori maggiorazioni del diritto di voto a favore di singole categorie azionarie”, con ciò intendendosi,

²³⁸ Si ricorda, infatti, che la disposizione in esame si riferisce all'emissione di “nuove” azioni a voto plurimo da parte di società quotate che abbiano emesse azioni dello stesso tipo antecedentemente la quotazione.

²³⁹ Ex art. 127-sexies, comma 1, Tuf.

quindi, azioni a voto plurimo diverse quali-quantitativamente per caratteristiche e diritti dalle azioni a voto plurimo già esistenti. La disposizione in esame, comportando l'esclusione della contemporanea presenza di azioni a voto plurimo e maggiorato, implica che qualora la società neo-quotata abbia, in ragione della quotazione, emesso ex novo azioni a voto plurimo e voglia dotarsi della maggiorazione del voto non potrà farlo, a patto dell'eliminazione delle azioni a voto plurimo. Pertanto, ciò potrà avvenire solamente mediante una conversione delle azioni a voto plurimo in azioni ordinarie o in altra categoria speciale – purché quest'ultima sia compatibile con la disciplina delle società quotate. È allora in tale fattispecie che si renderebbe necessaria, in aggiunta alla delibera assembleare di conversione da adottarsi in seduta straordinaria, anche l'approvazione da parte dell'assemblea speciale dei portatori di azioni a voto plurimo²⁴⁰. In tal caso, infatti la lesione degli interessi di quest'ultima categoria di soggetti riguarderebbe azioni a voto potenziato emesse antecedentemente alla quotazione, senza che quindi si renda applicabile la norma che escludo il potere di veto dell'assemblea speciale che, come sottolineato, riguarda esclusivamente le ipotesi tassative individuate al comma 2 dell'art. 127-sexies del Tuf. È proprio in tale fattispecie, inoltre, che può ritenersi applicabile, coerentemente all'orientamento che in precedenza si è scelto di adottare, l'ulteriore misura di tutela costituita dal diritto di recesso a favore degli azionisti che non abbiano concorso alla delibera in questione²⁴¹. Si rientrerebbe, infatti, nell'ipotesi di una “modifica statutaria consistente non già nella semplice introduzione di nuove categorie di azioni, ma nel cambiamento di clausole concernenti i diritti di voto o di partecipazione connessi a categorie di azioni già esistenti”²⁴², con conseguente possibilità di esercizio del diritto in questione per la totalità, o solamente una parte, delle azioni a voto plurimo detenute dal socio non-consenziente.

²⁴⁰ Cfr. P. MARCHETTI, “Osservazioni e materiali sul voto maggiorato” in *Rivista delle società*, 2015, (2-3), p. 451; Cfr. L. A. BIANCHI, “Operazioni straordinarie, maggiorazione del voto e azioni a voto plurimo”, in *Rivista delle società*, 2016, p. 405.

²⁴¹ Ex art. 2437, primo comma, lett. g), c.c.

²⁴² Cfr. F. CHIAPPETTA, “Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi, in *Rivista delle Società*, 2005, p. 495.

2.3.3. *Il voto plurimo nelle operazioni straordinarie coinvolgenti in via esclusiva società per azioni non quotate*

La riforma, lo si è detto più volte, non ha previsto alcuna disposizione specifica per le ipotesi in cui le operazioni straordinarie citate, ovverossia aumento di capitale, fusione e scissione, siano riferibili esclusivamente a s.p.a. non quotate che abbiano emesso azioni a voto plurimo. La disciplina della materia, in termini di limiti di emissione, diritti degli azionisti titolari di azioni a voto plurimo e misure di tutela dei soci dissenzienti diverse e ulteriori rispetto a quelle ordinariamente previste per tali fattispecie, è allora integralmente demandata all' autonomia privata, il cui intervento si ritiene assolutamente necessario viste le peculiarità dello strumento del voto plurimo. Non a caso, infatti, esso è stato più volte descritto come un "formidabile strumento di dominio economico"²⁴³ con la rilevante conseguenza che la sua introduzione all'interno di una qualsiasi società è in grado di provocare importanti fenomeni di rimodulazione degli assetti proprietari e, quindi, di riallocazione del potere. Vista, pertanto, la sua natura e il suo possibile impatto in termini di rapporti di potere, è evidente che il vuoto normativo relativamente alle fattispecie richiamate dovrà essere colmato tramite una regolamentazione statutaria *ad hoc*, che sia in grado di dirimere i potenziali conflitti che potrebbero generarsi. L'obiettivo che ci si sta ponendo in questa sede è allora proprio quello di cercare di individuare i principali problemi che tale materia potrebbe originare e fornire le possibili correlate soluzioni, l'analisi dovendo partire, come al solito, dalla considerazione della particolare natura dello strumento *de quo*, ovverossia quella di speciale categoria azionaria²⁴⁴.

Sulla base di tale considerazione, i problemi che potrebbero emergere nel caso in cui siano poste in essere le operazioni sopra citate in presenza di azioni a voto plurimo, risulteranno essere esattamente analoghi a quelli che si pongono qualora le medesime operazioni siano poste in essere in presenza di una qualsiasi categoria di azioni ulteriore e diversa rispetto alle azioni ordinarie. Si farà allora riferimento alla letteratura che ha affrontato tali questioni, in particolare a quella che ha riguardato principalmente alla figura delle azioni di risparmio o delle azioni privilegiate, poiché esse, essendo generalmente caratterizzate dall'assenza del diritto, di voto si prestano ad essere utilizzate per il raggiungimento delle medesime finalità raggiungibili con lo strumento del voto plurimo²⁴⁵.

Si prenda in considerazione prima di tutto, l'ipotesi di fusione o scissione del *titolare* delle azioni a voto plurimo. In tal caso la società risultante dall'operazione si troverà ad avere in "pancia" le

²⁴³ Cfr. CARRIERO, op. cit. (v. nota 8), p. 496.

²⁴⁴ Tra l'altro, il percorso che ci si accinge a intraprendere seguirà un ordine di trattazione delle diverse ipotesi di aumento di capitale, fusione e scissione analogo a quello che si è seguito per le azioni a voto maggiorato.

²⁴⁵ Finalità principalmente consistente, quantomeno in una società caratterizzata da assetti proprietari ristretti e dalla presenza di un'azionista o di un gruppo di azionisti di riferimento, nel rafforzamento del potere di comando.

azioni dotate di voto plurimo subentrando, in virtù del principio successorio, nella titolarità delle azioni medesime e, quindi, nel diritto al voto plurimo²⁴⁶.

Nell'ipotesi, invece, di fusione o scissione di società che abbia emesso azioni a voto plurimo e che, contemporaneamente, cessi di esistere con l'operazione in quanto incorporata o totalmente scissa, si pone il problema se gli azionisti che beneficino del voto plurimo debbano o meno ricevere in cambio delle azioni a voto plurimo azioni della società risultante della medesima categoria. A differenza, infatti, di quanto si è visto per le ipotesi di emissione di azioni a voto plurimo da parte di società quotate, la mancanza di una disposizione legislativa *ad hoc* per il caso di specie non consente di riconoscere l'esistenza di un vero e proprio diritto degli azionisti di categoria al concambio delle proprie azioni speciali con azioni quali-quantitativamente analoghe. Ciò alla luce del fatto che, sulla base della disciplina delle operazioni di fusione e scissione ben potrebbe verificarsi l'ipotesi di "concambio non proporzionale" e quindi disomogeneo²⁴⁷, con la conseguente insorgenza, in tal caso, del diritto di recesso in capo all'azionista titolare di azioni a voto plurimo "non-omogeneamente concambiate" che non abbia acconsentito all'operazione²⁴⁸. Ovviamente, mancando una disposizione analoga a quella prevista dall'art. 127-sexies ultimo comma, si rende necessaria in ogni caso l'approvazione della delibera di fusione o scissione da parte dell'assemblea speciale di categoria. In tutte le ipotesi che si sono sin qui analizzate, si è cercato di individuare la soluzione che si dovrebbe applicare in caso di assenza di una qualsivoglia norma statutaria. È fatta salva, pertanto, la possibilità che lo statuto regoli espressamente tutte le questioni poc'anzi presentate in maniera diversa, anche in via totalmente opposta, a quanto prospettato.

Le questioni più complesse riguardano, tuttavia, l'aumento di capitale, in particolare quello da realizzare mediante nuovi conferimenti, poiché in caso di aumento gratuito l'unico dubbio che si potrebbe porre è quello dell'estensione, o meno, del voto plurimo alle azioni di nuova emissione: se si considera che la norma richiede il rispetto di un principio di proporzionalità, dovrebbe allora garantirsi che con l'emissione in questione non siano alterati i rapporti di potere tra soci, con la necessità quindi di ammettere l'estensione. Si consideri infine l'ipotesi di aumento di capitale a pagamento, ipotesi in cui le principali questioni che potrebbero porsi non sono di facile soluzione e potrebbero lasciare spazio a diversi dubbi. Si fa riferimento a questioni di cui si è già ampiamente trattato in sede di discussione delle modalità concrete per la "prima" introduzione di azioni a voto plurimo". Esse concernono, principalmente, la legittimità delle deliberazioni di aumento di capitale

²⁴⁶ È comunque possibile che lo statuto escluda in tutto o in parte tale effetto, analogamente a quanto si è visto possibile in caso di voto maggiorato. In tal senso v. L. A. BIANCHI, "Operazioni straordinarie, maggiorazione del voto e azioni a voto plurimo", in *Rivista delle società*, 2016, p. 406.

²⁴⁷ Ex art. 501-ter, comma 1, n. 4), del codice civile.

²⁴⁸ Nonostante la normativa in tema di diritto di recesso non preveda che la fusione, così come anche la scissione, comportino una causa legale di recesso è necessario, ai fini dell'insorgenza di tale diritto, che l'operazione comporti una delle modifiche statutarie per le quali il medesimo diritto è riconosciuto. In tal caso ci si troverebbe proprio di fronte all'ipotesi prevista dall'art. 2437, comma 1, lett. g) del codice civile, poiché il mancato concambio delle azioni a voto plurimo con azioni di egual numero e specie avrebbe come risultato una "*modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto*". Cfr. G. SAVIOLI, "Le operazioni di gestione straordinaria", IV edizione, Giuffrè, 2012, p. 189.

a pagamento che prevedano l'emissione di azioni a voto plurimo da destinarsi esclusivamente a soci determinati, ovvero esclusivamente ai titolari di singole categorie azionarie, con una limitazione, pertanto, del diritto d'opzione. In questa sede - in cui si sta trattando, si badi bene, l'ipotesi in cui siano già esistenti azioni a voto plurimo e la società decida di deliberare un nuovo aumento reale di capitale per acquisire risorse anch'esse nuove da destinare in via permanente all'attività d'impresa – non si può che estendere alle suddette questioni quanto già visto in precedenza²⁴⁹, potendosi solamente aggiungere che non esista alcun *obbligo* in capo alla società di emettere anche o solamente “nuove” azioni a voto plurimo, salvo l'esistenza di una previsione statutaria che invece disponga in tal senso.

²⁴⁹ Si rimanda all'analisi contenuta nel paragrafo 2.1.2 del presente capitolo, ove anche ampi riferimenti bibliografici.

2.4. Azioni a voto potenziato: ricadute in tema di Opa e “Assetti proprietari”

2.4.1. Le modifiche alla disciplina dell'Opa obbligatoria: nuovi criteri di determinazione delle soglie, ricadute sul “prezzo d'offerta” e fattispecie di esenzione.

L'introduzione delle azioni a voto plurimo e della maggiorazione del diritto di voto ha reso necessari, in virtù del fatto che essi sono strumenti in grado di alterare fortemente gli assetti di potere interni alla società, degli interventi correttivi riguardanti in via esclusiva le società con azioni quotate, riferiti in particolare alla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio e finalizzati ad accogliere quelle ipotesi in cui tali offerte siano poste in essere in situazioni che vedano la presenza dei due nuovi istituti, interventi che necessitano a loro volta di approfondimento e di alcune chiarificazioni. L'analisi dettagliata delle nuove disposizioni che si intende qui condurre sarà infatti fondamentale per comprendere le possibili conseguenze economiche dell'introduzione del voto plurimo e del voto maggiorato sul piano della “efficienza allocativa delle risorse produttive”, con ciò intendendo fare riferimento all'efficienza del mercato del controllo societario italiano. Vengono subito all'occhio le modifiche concernenti la determinazione delle soglie il cui superamento comporta l'insorgere dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto successiva e totalitaria, modifiche che hanno evidentemente tenuto in considerazione i vincoli comunitari contenuti nella direttiva Opa²⁵⁰. Orbene, In tema di Opa obbligatoria totalitaria²⁵¹ il nuovo testo dell'art. 106, del Tuf dispone infatti che l'obbligo in questione sorga in capo a “*chiunque, a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi*”²⁵². Il nuovo testo della disposizione citata evidenzia come, a seguito delle modifiche del D.L. 91/2014, i diritti di voto aggiuntivi rispetto a quelli ordinariamente attribuiti ai singoli soci che derivano dall'implementazione dei due nuovi istituti siano rilevanti ai fini dell'insorgere dell'obbligo *de quo*. In sostanza, l'art. 106, comma 1, ha ridefinito i presupposti necessari per l'insorgere dell'obbligo di Opa in modo da tener conto, di fianco all'ipotesi tradizionale di acquisti sul mercato, anche delle azioni a voto potenziato, le quali, una volta introdotte, vanno ad incidere in maniera incrementativa sul capitale votante senza modificare però l'entità dei titoli in circolazione, specie là dove si faccia riferimento al voto maggiorato che non

²⁵⁰ Direttiva CE n. 25 del 25 aprile 2004, la quale prevede che (i) l'obbligo di Opa sia a carico dei soggetti che acquisiscono diritto di voto “in percentuale tale da esercitare il controllo” della società obiettivo (ex art. 5, comma 1) e che (ii) siano gli Stati membri a dover determinare “la percentuale di diritti di voto sufficiente a conferire il controllo” (ex art. 5, comma 3), percentuale individuata dal legislatore italiano nella misura del 30%.

²⁵¹ Analoghe considerazioni a quelle che saranno fatte in relazione ai criteri di determinazione delle soglie di Opa totalitaria, sono estendibili, sulla base dell'eguaglianza del tenore letterale delle disposizioni, alle ipotesi di obbligo di offerta pubblica successiva.

²⁵² Si ricorda che la nozione di “partecipazione” presa in considerazione dalla norma fa riferimento alla “quota, detenuta anche indirettamente per il tramite di fiduciari o per interposta persona, dei titoli emessi da una società di cui al comma 1”, ossia una società italiana quotata in mercati regolamentati italiani, “che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti la nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza” (ex art. 105, comma 2, del Tuf).

richiede, di fatto, alcuna nuova emissione. La *ratio* dell'intervento in questione è ovvia, volendosi evitare che attraverso il meccanismo del potenziamento del voto si possano realizzare risultati – in termini di rafforzamento del potere di voto nelle assemblee per la nomina delle cariche sociali – equivalenti a quelli ottenibili mediante l'acquisto di azioni sul mercato. Senza l'introduzione di determinati accorgimenti a protezione delle minoranze azionarie, infatti, si sarebbe potuto concretizzare il rischio di un utilizzo "distorto" dello strumento del voto potenziato, ossia un utilizzo finalizzato all'elusione della disciplina dell'Opa obbligatoria, finalizzata a sua volta in particolare - come è noto e come meglio si specificherà a breve - a garantire la condivisione del c.d. "premio di maggioranza" fra tutti gli azionisti. Tuttavia, per come è stata concepita la disposizione citata si pone, relativamente ai criteri di calcolo della partecipazione rilevante, una questione interpretativa non di poco conto, ossia se con essa si sia voluta introdurre una soglia doppia, là dove il termine "ovvero" utilizzato dal legislatore sembrerebbe riferirsi al fatto che il superamento della percentuale del 30% possa essere riferito alternativamente o al capitale sociale o al capitale *votante*, oppure se ci si debba muovere sul piano della *ratio* dell'intervento normativo. La risposta al quesito è stata data dalla stessa Consob, nell'esercizio della delega ad essa conferita dall' art. 105, comma 3, del Testo unico, delega concernente proprio la determinazione dei criteri di calcolo della partecipazione prevista dai commi 1, 1-bis e 1-ter dell'art. 106 del Tuf²⁵³. La soluzione seguita dalla Consob è quella di ritenere la soglia dell'Opa obbligatoria unica - in coerenza con il risultato delle consultazioni con il mercato finanziario che hanno preceduto la modifica al Regolamento Emittenti²⁵⁴ - così che nelle società quotate che abbiano introdotto la maggiorazione del voto o che abbiano emesso azioni a voto plurimo "*la partecipazione rilevante*" ai fini delle soglie sopra indicate "*è calcolata tenendo conto del numero dei diritti di voto, esercitabili nelle deliberazioni assembleari riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza, in rapporto al numero complessivo dei diritto di voto comunicati dall'emittente ai sensi dell'articolo 85-bis*"²⁵⁵. In sostanza, l'art. 106, comma 1 del Tuf si limita a esplicitare che la "maggiorazione dei diritti di voto"²⁵⁶ costituisce, del pari delle ipotesi di acquisti di azioni sul mercato, una tecnica di acquisizione o consolidamento del controllo. La soluzione interpretativa che si è scelto di adottare appare d'altra parte coerente con la disciplina più complessiva delle offerte pubbliche obbligatorie, secondo la quale ciò che assume rilevanza non è un mutamento qualsiasi degli assetti proprietari, quanto piuttosto il mutamento dell'assetto "di controllo" della società quotata, nelle ipotesi in cui esso si realizzi mediante una modifica dei diritti di partecipazione²⁵⁷.

²⁵³ Sui commi 1-bis e 1-ter v. *infra*.

²⁵⁴ Cfr. Documento di consultazione Consob e Documento sugli esiti della consultazione.

²⁵⁵ Ex art. 44-bis.1. Regolamento Emittenti.

²⁵⁶ Tra l'altro, l'utilizzo di tale espressione non deve far cadere nell'errore di escludere dalla disciplina che si sta esaminando la fattispecie del voto plurimo. Esso, al pari del voto maggiorato, comporta infatti una "maggiorazione" nel senso di "incremento" dei diritti di voto dell'azionista titolare.

²⁵⁷ Come fa notare un autorevole fonte, la soluzione che qui si è prospettata non è in realtà sconosciuta all'ordinamento, poiché l'art. 2357-ter, secondo comma, c.c., prevede che nelle società facenti ricorso al mercato del capitale di rischio

L'inclusione delle fattispecie di potenziamento del diritto di voto nel novero delle cause generatrici dell'obbligo di Opa ha reso necessario, evidentemente, anche un intervento sulla disciplina del "prezzo" dell'offerta, il quale assume un ruolo particolare all'interno del quadro normativo concernente le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie poiché consente concretamente di verificare quale interesse abbia deciso di favorire, e quindi tutelare maggiormente, il legislatore. Per comprendere meglio questo punto, occorre fare delle considerazioni ulteriori per individuare le diverse tipologie di interessi coinvolti quando si parla di "trasferimento del controllo di una società quotata" che è sempre un fenomeno determinante rilevanti cambiamenti negli assetti proprietari e, conseguentemente, sul piano della *corporate governance*. E, allora, da un lato si ha l'interesse del potenziale acquirente ad acquisire il controllo della società-*target* con il minor esborso economico possibile, interesse che risulta tuttavia meritevole di tutela solamente nel caso in cui esso porti realmente a dei guadagni di efficienza. Ciò significa che una disciplina del prezzo eccessivamente vantaggiosa per l'acquirente, porterebbe seco il rischio di acquisizioni non motivate dal miglioramento delle *performance*, e quindi del valore, della società bersaglio, quanto piuttosto dalla possibilità di estrarre i c.d. *benefici privati del controllo*, precedentemente definiti come quei vantaggi che il controllante estrae dalla impresa societaria per meri interessi propri, ossia interessi "altri" rispetto all'interesse sociale. Di converso, una disciplina del prezzo di Opa eccessivamente onerosa per l'acquirente, risulterebbe in una riduzione della contendibilità del controllo delle società quotate e in una tutela eccessiva dell'altro interesse che in tali vicende merita di essere tutelato, quello cioè degli azionisti di "minoranza", quegli azionisti, cioè, che rimangono estranei alla vicenda del trasferimento. L'esigenza di tutela che si pone nei confronti di tali soggetti è duplice: da un lato, come la letteratura giuridica tradizionale afferma richiamando la necessità di rispettare il principio di *parità di trattamento degli azionisti*, si richiede che anche tali soggetti siano resi partecipi dei guadagni differenziali derivanti dalla cessione del pacchetto di controllo (c.d. premio di maggioranza); dall'altro, come emerge invece dagli orientamenti più recenti del pensiero giuridico e più vicini all'analisi economica del diritto, si richiede di evitare che gli azionisti "di minoranza" rimangano vincolati al proprio investimento in presenza di una fattispecie di trasferimento del controllo, di una vicenda, cioè, in grado di alterare profondamente le condizioni di rischio dell'investimento medesimo, in particolare nella direzione di una notevole riduzione di valore dell'impresa partecipata. È allora evidente il *trade-off*: da un lato, si pone l'obiettivo di

non trovi applicazioni il principio per cui le azioni proprie non siano computabili ai fini del calcolo dei quorum costitutivi e deliberativi, dovendosi invece applicare la disciplina delle azioni a voto sospeso contenuta nell'art. 2368, comma 3, c.c., per la quale le azioni proprie sono computabili solo per il calcolo del quorum costitutivo. L'acquisto di azioni proprie finirebbe per integrare una *tecnica di maggiorazione del voto*, perché con la riduzione del numero delle azioni computate complessivamente ai fini del calcolo dei quorum deliberativi cresce proporzionalmente il peso percentuale di ciascun socio in assemblea, peso che non corrisponderebbe più alla percentuale di partecipazione al capitale. In relazione a ciò la Consob aveva già modificato l'art. 44-bis, RE, facendo scattare in presenza di acquisti di azioni proprie l'obbligo di Opa in capo a chi disponga di una percentuale dei diritti di voto complessivamente superiore alla soglia rilevante. Cfr. G. GUIZZI, *op. cit.* (v. nota 196), p. 164.

“promuovere l’efficienza della società-*bersaglio* (e del sistema economico nel suo complesso)”; dall’altro, si pone l’obiettivo di “proteggere gli azionisti “di minoranza” in termini di condivisione del premio di controllo e di salvaguardia dal rischio (*post* trasferimento del controllo) di riduzione del valore dell’impresa partecipata²⁵⁸. I due obiettivi evidenziati non sono raggiungibili in contemporanea, di qui la necessità di creare una disciplina in grado di raggiungere un punto di equilibrio ottimale sul punto. La disciplina del prezzo d’offerta è allora, come si è anticipato, uno dei principali elementi in grado di far luce sulla soluzione adottata dal legislatore. E, allora, l’art. 106, comma 2, del Testo unico prevedendo di prendere come riferimento un prezzo almeno pari “a quello più elevato pagato dall’offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione” alla Consob e al pubblico cui è tenuto l’offerente medesimo nel momento in cui sorge l’obbligo di Opa, dimostra un orientamento più incline alla tutela dei destinatari dell’offerta. Inoltre, opportunamente la norma specifica che, nel caso in cui non siano stati fatti acquisti a titolo oneroso di titoli della medesima categoria nel periodo indicato, “l’offerta è promossa per tale categoria di titoli ad un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile”. La stessa scelta è stata perseguita con le nuove disposizioni poiché si prevede che “il medesimo prezzo” – ossia quello non inferiore “a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minore periodo disponibile” – si applichi “in mancanza di acquisti ad un prezzo più elevato, in caso di superamento della soglia relativa ai diritti di voto per effetto della maggiorazione ai sensi dell’art. 127-quinquies”²⁵⁹. Il risultato che tuttavia si viene a determinare va in una direzione opposta, forse in maniera riterrei opportuna e forse anche inconsapevolmente, rispetto alla soluzione al *trade-off* sopra prospettato che la disciplina previgente aveva scelto di perseguire. Essendo la maggiorazione del voto ottenibile senza l’effettuazione di alcun acquisto di titoli sul mercato borsistico, nella quasi totalità dei casi in cui il superamento delle soglie rilevanti avvenga proprio grazie allo strumento del voto maggiorato, il prezzo al quale l’offerta verrebbe proposta sarebbe non così vantaggioso per gli azionisti “di minoranza”: “in assenza di acquisti il corrispettivo sarebbe pari al prezzo di mercato”, calcolato come media ponderata di un periodo di dodici mesi, “e non incorporerebbe alcun premio di controllo”²⁶⁰, poiché come è noto il valore di mercato del pacchetto di controllo – che nell’ipotesi prospettata non sarebbe oggetto di negoziazione - è di norma più elevato del valore di mercato delle azioni corrispondenti a frazioni irrisore del capitale sociale, quali sono le azioni suddivise nella moltitudine dei piccoli azionisti²⁶¹. Ulteriori modifiche all’art. 106 aventi le medesima finalità di

²⁵⁸ Cfr. F. CHIAPPETTA, “Diritto del governo societario, la nuova corporate governance delle società quotate”, III edizione, 2013, p. 311.

²⁵⁹ Ex art. 106, comma 2, ultimo periodo, del Tuf.

²⁶⁰ Cfr. G. VEGAS, “Audizione” presso le Commissioni riunite n.10 e n. 13 del 2 luglio 2014, concernente la conversione in legge del d.l. 24 giugno 2014, n. 91, spec. p. 6, disponibile in www.consob.it, sezione: *La Consob – Comunicati, interventi, e convegni – Audizioni e interventi*.

²⁶¹ Cfr. F. CHIAPPETTA, “Diritto del governo societario, la nuova corporate governance delle società quotate”, III edizione, 2013, p. 311.

quelle apportate al comma 1 del medesimo articolo riguardano l'ipotesi in cui *“l'obbligo di offerta consegue ad acquisti superiori al 5% ... da parte di coloro che già detengono la partecipazione”*²⁶². Anche in tale caso è stato aggiunto il riferimento alla maggiorazione dei diritti di voto poiché, come si è avuto modo di evidenziare, essa rappresenta una tecnica di consolidamento del controllo, posto che nel caso specifico potrebbe essere utilizzata, ad esempio, per passare da un controllo di fatto ad un controllo di diritto. A fianco alle ipotesi in cui le deroghe incrementative al principio *“un'azione, un voto”* determinano l'insorgere dell'obbligo di Opa, la Consob ha introdotto, mediante modifica del Regolamento Emittenti, una fattispecie di esenzione dall'obbligo medesimo per il caso di superamento c.d. *passivo* della soglia rilevante. Si fa riferimento alle ipotesi di rinuncia alla maggiorazione del voto, di vendita di azioni a voto maggiorato e, più in generale, a tutte le altre possibili ipotesi di *“perdita”* del beneficio della maggiorazione del diritto di voto che riguardino però altri azionisti. Tali fattispecie, infatti, determinando una riduzione del capitale votante comportano indirettamente un aumento del peso percentuale degli azionisti diversi da quelli che abbiano perso il beneficio in questione, con la conseguente possibilità di superare, appunto, *passivamente* le soglie stabilite dal Testo unico. E allora, l'art. 49, comma, 1, lett. d-bis) del Regolamento Emittenti ha coerentemente previsto che nelle società che prevedono la maggiorazione del diritto di voto o l'emissione di azioni a voto plurimo, qualora *“il superamento della soglia è determinato dalla riduzione del numero complessivo dei diritto di voto esercitabili”* sulle delibere per la nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza, non sorge alcun obbligo di Opa. Viene poi fatta salva l'ipotesi che *“il soggetto interessato abbia”*, contemporaneamente, *“acquistato, anche di concerto, una partecipazione che, calcolata in rapporto al numero complessivo dei titoli emessi dall'emittente che attribuiscono il diritto di voto sui medesimi argomenti”* ecceda le medesime soglie. La *ratio* della norma è evidente: l'esenzione può operare solamente là dove manchi *“oggettivamente”* la volontà del soggetto che supera le soglie indicate, di acquisire il controllo della società partecipata²⁶³. E, allora, sembra coerente l'esclusione dell'esenzione là dove a fianco al superamento *“passivo”* delle soglie Opa, il socio abbia in precedenza, a seguito di acquisti di azioni, a sua volta superato anche la soglia del 30% con riferimento al rapporto tra numero dei titoli posseduti e totale dei titoli in circolazione – soglia tuttavia irrilevante, se considerata singolarmente, proprio a causa della presenza di maggiorazioni di voto che incrementando il numero di voti complessivo rendono la partecipazione al capitale suddetta insufficiente ad esprimere il 30% dei diritti di voto. Si opera in tal modo una sorta di presunzione, secondo la quale quando la partecipazione al capitale della società diviene

²⁶² Ex art 106, comma 3, lett. b), del Tuf.

²⁶³ In un caso del genere di quello prospettato, si verserebbe infatti nell'ambito della previsione di cui alla lettera c) dell'art. 106, comma quinto, TUF, che esclude l'obbligo di offerta nel caso di superamento della soglia *“per causa indipendente dalla volontà dell'acquirente”*.

“qualificata”, l’azionista si pone volontariamente in una posizione di potenziale acquisto della società emittente, che legittima, nonostante il concomitante superamento “passivo”, l’insorgere dell’obbligo in questione²⁶⁴. Tale conclusione è stata fortemente criticata in dottrina²⁶⁵, in ragione del fatto che essa risulta confliggente con l’intero impianto della nuova disciplina che sin qui si è avuto modo di evidenziare. Di fatti, nelle società che prevedono la maggiorazione del voto si è visto che il criterio del calcolo delle soglie rilevanti ai fini Opa è unico e legato al rapporto tra “voti esercitabili” e “voti complessivamente disponibili”, con la conseguenza che il criterio della *misura della partecipazione ragguagliata al capitale* rappresentato da azioni con voto è destinato ad essere inoperante, quantomeno sino a che vi siano soci che beneficino della maggiorazione. E, allora, esso non avrebbe dovuto essere rilevante e non solo perché la sua rilevanza comporta l’insorgere dell’obbligo di Opa nel caso in cui l’eccedenza dei diritti di voto rispetto alla soglia del 30% di quelli esercitabili in assemblea sia stata acquisita involontariamente e passivamente, ma anche perché si introduce in tal modo un criterio di imputazione dell’obbligo di promuovere l’offerta sostanzialmente “oggettivo”, che in tal caso non appare giustificabile proprio in ragione della casualità dell’evento determinante il superamento della soglia calcolata in termini di disponibilità di voti. Un ulteriore cenno meritano infine le modifiche introdotte all’art. 104-bis del Testo unico, in particolare ai commi 2 e 3 relativi alla c.d. *regola di neutralizzazione (breakthrough rule)*, ossia quella regola che limita, per la durata del periodo di adesione all’offerta, l’efficacia nei confronti dell’offerente di alcune misure di protezione adottate dalla società bersaglio in un’ottica di prevenzione di futuri tentativi di scalata (c.d. misure preventive o di protezione)²⁶⁶. Le misure preventive di cui l’efficacia è limitata dalla regola in questione²⁶⁷, nel senso che esse rimarranno improduttive di effetti, sono le seguenti: (i) “*le limitazioni al trasferimento di titoli previste nello statuto*” (ex art. 104-bis, comma 2, primo periodo, prima parte); (ii) “*le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali*” con esclusivo riferimento alle “*assemblee chiamate a decidere sugli atti e le operazioni previste dall’articolo 104*”, ossia atti e operazioni difensive soggette a preventiva autorizzazione assembleare (ex art. 104-bis, comma 2, primo periodo, seconda parte); (iii) “*le limitazioni al diritto di voto previste dallo statuto o da patti parasociali*” e “*qualsiasi diritto speciale in materia di nomina o revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza previsto nello statuto*” nella prima assemblea successiva alla chiusura dell’offerta, convocata per modificare lo statuto o per nominare o revocare i soggetti suddetti, qualora l’offerente sia riuscito a raggiungere almeno il 75% del capitale votante nelle deliberazioni

²⁶⁴ Cfr. Documento di consultazione Consob del 5 novembre 2014.

²⁶⁵ Cfr. P. M. MONTALENTI, *Intervento in “Voto plurimo, voto maggiorato e modifiche dell’Opa”* in *Giurisprudenza Commerciale*, 2015, p. 221/I; Cfr. G. GUIZZI, “La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica”, in *Corriere Giuridico*, 2015, p. 165.

²⁶⁶ Cfr. F. CHIAPPETTA, “Diritto del governo societario, la nuova corporate governance delle società quotate”, III edizione 2013, p.346 e ss.

²⁶⁷ Regola per la quale vale il meccanismo c.d. di *opt-in* per cui la sua concreta applicazione dipende dall’introduzione di una clausola statutaria che la legittimi (ex art. 104-bis, comma 1, del Tuf).

di nomina, di nuovo, degli stessi soggetti (ex. art. 104-bis, comma 3). Alle disposizioni citate, si sono aggiunte delle frasi finalizzate stavolta a limitare gli effetti delle azioni a voto plurimo e della maggiorazione del diritto di voto, posto che tali strumenti possono essere utilizzati, come evidenzia la letteratura giuridica e economica sul tema²⁶⁸, come *antitakeover defenses* di natura preventiva. In particolare si è previsto che in tutti i casi sopra specificati “*le azioni a voto plurimo conferiscono soltanto un voto*” e “*le maggiorazioni di voto spettanti ai sensi dell’art. 127-quinquies*” non hanno effetto, non dovendo cioè essere computate nelle assemblee convocate nei casi summenzionati. In sostanza, con tale previsione si opera una reintroduzione, nelle fattispecie prospettate, del principio “un’azione, un voto”, come criterio di attribuzione del diritto di voto agli azionisti, con lo scopo di fornire, di nuovo, una tutela alle minoranze che avrebbero potuto veder lesa la propria aspettativa di poter influenzare le decisioni strategiche connesse ad un ricambio del controllo, nel caso in cui lo statuto preveda la c.d. *breakthrough rule*.

²⁶⁸ Cfr. P. L.. SIMMONS., “Dual Class Recapitalization and Shareholder Voting Rights” in *Columbia Law Review*, Vol. 87(No.1), 1987; Cfr. RICHARD S. RUBACK, “An Overview of Takeover Defenses” in *Mergers and Acquisitions*, Chapter 3, pp. 56, Table 3.1.

2.4.2. Ancora in tema di Opa: le nuove disposizioni sulle piccole medie imprese (PMI)

Le novità introdotte dal D.l. 91/2014 non si sono limitate alla rideterminazione dei criteri di determinazione delle partecipazioni rilevanti ai fini del calcolo delle soglie di obbligo di Opa, avendo l'art. 20 del d.l. n. 91/2014 dato rilevanza nel Tuf alla figura delle c.d. *piccole medie imprese* (d'ora in poi PMI), con tale espressione intendendosi fare riferimento – ai soli fini delle disposizioni contenute nel Testo unico - alle *“piccole e medie imprese, emittenti azioni quotate, il cui fatturato anche anteriormente all'ammissione alla negoziazione delle proprie azioni, sia inferiore a 300 milioni di euro, ovvero”* alternativamente *“che abbiano una capitalizzazione di mercato inferiore ai 500 milioni di euro”*, con esclusione dalla definizione degli *“emittenti quotati che abbiano superato entrambi i predetti limiti per tre anni consecutivi”*²⁶⁹. Entrando nel dettaglio delle ulteriori modifiche introdotte all'art. 106 del Tuf, si richiamano le disposizioni contenute ai commi 1-bis e 1-ter, in base alle quali vengono previste delle ipotesi diverse e ulteriori rispetto a quella individuata al comma 1 del medesimo articolo, a seguito delle quali anche sorge l'obbligo di Opa totalitaria. E allora, si prevede da un lato che l'obbligo suddetto sorga in capo a *“chiunque”*, in società diverse dalle PMI, *“a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del 25 per cento in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata”*²⁷⁰, dall'altro, che *“gli statuti delle PMI possono prevedere una soglia diversa da quella indicata nel comma 1”*, cioè la soglia del 30%, *“comunque non inferiore al venticinque per cento né inferiore al quaranta per cento”*. Le due disposizioni evidenziano come il legislatore abbia previsto a fianco alla regola generale che individua la soglia del 30%, valevole per tutte le società quotate senza distinzioni di sorta, due regole che potremmo definire speciali ossia: quella del comma 1-bis, che individua la soglia più bassa del 25% e che risulta destinata alle sole società quotate *diverse* dalle PMI; e quella del comma 1-ter, che rimette all'autonomia statutaria la determinazione della soglia rilevante purché compresa nella fascia che va dal 25% al 40% e che è relativa alle sole PMI quotate. Come qualche autore si è interrogato²⁷¹, ci si chiede se il sistema che si è delineato sia *“sensato”* poiché diverse sono le questioni che emergono dalla semplice lettura delle disposizioni riportate. In primo luogo ci si chiede se sarebbe stato più opportuno estendere anche alle PMI che non abbiano fissato in statuto una diversa soglia, la soglia più bassa, quella cioè del 25%. Al riguardo, l'esclusione trova la sua giustificazione nel voler riservare alle PMI una disciplina maggiormente flessibile come quella appunto contenuta nel comma 1-ter, ai fini di incentivarne la quotazione e, così, anche la trasparenza²⁷², visti i maggiori obblighi di *disclosure* previsti per le società quotate. Si rende tuttavia necessario correlare l'abbassamento della soglia Opa, legittimo alla luce della Direttiva comunitaria

²⁶⁹ Ex art. 1, comma 1, lett. w-*quater*.1), del Tuf.

²⁷⁰ Ex art. 106, comma 1-bis, Tuf.

²⁷¹ Cfr. R. COSTI, “Problemi d'attualità. Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell' Opa” in *Giurisprudenza Commerciale*, 1, 2015, p.225/I

²⁷² Cfr. SERVIZIO STUDI DEL SENATO, Dossier del Servizio Studi sull'A.S. n.1541, n.152, Roma, 2014, p.179 e ss.

che da facoltà agli Stati Membri di determinare la suddetta percentuale in via autonoma²⁷³, e la relativa esclusione con la concreta realtà societaria italiana, notoriamente caratterizzata da assetti proprietari fortemente concentrati anche nelle società quotate, con una preponderanza di imprese di non rilevanti dimensioni a controllo familiare. E allora è evidente che essendo presente nella maggior parte delle società italiane, specie in quelle qualificabili come PMI, un socio di controllo dotato di una partecipazione superiore al 25%, sembra poco prospettabile una concreta possibilità di applicazione della soglia ridotta già nelle società quotate *diverse* dalle PMI. A fortiori, tale norma avrebbe trovato un'ancora più bassa possibilità di applicazione se estesa alle PMI quotate, potendosi forse allora ravvisare in ciò una possibile giustificazione all'esclusione in esame. La disposizione che si sta esaminando pone ulteriori dubbi, là dove essa non prevede alcun riferimento alla maggiorazione del diritto di voto o al voto plurimo, i quali sono in grado di determinare invece e senza ombra di dubbio l'insorgere dell'obbligo di Opa in caso di superamento della soglia ordinaria del 30%. Non è chiaro perché il legislatore non abbia ritenuto opportuno dare rilevanza a tali istituti anche in caso di soglia più bassa. Sarebbe allora preferibile coerentemente con l'impianto della nuova disciplina complessivamente considerata, ritenere che anche per le fattispecie in cui assume rilievo la soglia più bassa, quest'ultima vada calcolata con riferimento al rapporto tra "voti esercitabili" e "voti complessivamente disponibili" qualora vi siano soci beneficiari della maggiorazione del voto o titolari di azioni a voto plurimo. Non resta allora che esaminare la norma "speciale", ossia quella destinata in via esclusiva agli emittenti PMI. La *ratio* di tale disposizione la si è già evidenziata: essa incentiva la quotazione, potendo la PMI introdurre – mediante un meccanismo di *opt-in* – una soglia ridotta a quella del 30%, al limite pari al 25%, rendendo più onerosa l'Opa ostile e riducendo così la propria contendibilità sul mercato del controllo societario²⁷⁴. Il comma citato non si limita tuttavia a quanto sin ora riportato, introducendo di fatto un'ulteriore ipotesi di recesso a tutela dei soci di minoranza che non abbiano concorso alla delibera introduttiva della soglia suddetta, qualora la relativa modifica statutaria sia intervenuta "*dopo l'inizio delle negoziazioni dei titoli in un mercato regolamentato*". Infine, dopo il comma 3-ter dell'art. 106, Tuf, il legislatore della mini-riforma ha introdotto un ulteriore comma, il 3-quater, con il quale ha inteso escludere che l'obbligo di Opa c.d. "da consolidamento" - che si genera a seguito di acquisti (o maggiorazioni dei diritti di voto) superiori al 5% da parte di coloro che abbiano già raggiunto la soglia del 30% o quella stabilita dallo statuto secondo il regime di *opt-in* anzidetto senza tuttavia aver ottenuto un controllo di diritto sull'emittente - si applichi "*alle PMI, a condizione che ciò sia previsto dallo statuto, sino alla data dell'assemblea convocata per approvare il bilancio relativo al quinto esercizio successivo alla quotazione*". Si introduce, anche

²⁷³ Cfr. Direttiva n. 2004/25/CE, recepita con il D.lgs. n. 229 del 19 novembre 2007.

²⁷⁴ In maniera simmetrica, l'innalzamento della soglia Opa obbligatoria al 40% potrebbe favorire nelle PMI di incentivare gli investimenti di soggetti intenzionati a svolgere un ruolo attivo nella governance societaria, come potrebbero essere gli investitori istituzionali, "consentendo di assumere partecipazioni importanti senza incorrere in obblighi di OPA". Cfr. *Relazione* illustrativa al D.l. n. 91/2014.

qui mediante un regime di *opt-in*, un sistema che consente alle PMI di disapplicare la disciplina menzionata per un periodo di massimo cinque anni decorrente dalla data di quotazione (c.d. *grace period*, o periodo di “grazia”), con l’obiettivo di consentire agli azionisti di controllo delle PMI di collocare sul mercato in sede di IPO un ammontare di titoli superiore alle metà del capitale sociale, potendo questi poi riacquistare, durante il periodo di esclusione, titoli tali da riottenere il controllo di diritto della società senza incappare nell’obbligo di Opa²⁷⁵.

²⁷⁵ Cfr. “Novità in tema di disciplina delle società “quotate” (prime note a margine dell’art. 20, d.l. n. 9172014, convertito, con modificazioni, nella l. 11 agosto 2014, n. 116) (seconda parte)”, in *Studium iuris*, 1/2015, p. 30. In tal senso v. anche G. VEGAS, “Audizione” presso le Commissioni riunite n.10 e n. 13 del 2 luglio 2014, concernente la conversione in legge del d.l. 24 giugno 2014, n. 91, p. 7, disponibile in www.consob.it, sezione: *La Consob – Comunicati, interventi, e convegni – Audizioni e interventi*.

2.4.3. Azioni a voto potenziato, PMI e le modifiche alla disciplina degli “Assetti proprietari”.

Le novità introdotte dal D.L. 91/2014, convertito, con modificazioni, in l. 11 agosto 2014, n. 116, non si fermano alle disposizioni sopra citate, essendo il legislatore intervenuto anche in tema di “Assetti proprietari”. Le modifiche apportate all’art. 120 del Tuf sono state anch’esse necessitate dall’introduzione degli istituti del voto plurimo e maggiorato, dovendosi garantire anche in tal caso un coordinamento delle nuove norme con la disciplina delle cc.dd. “partecipazioni rilevanti” e delle cc.dd. “partecipazioni reciproche”, con le quali si fa riferimento a quelle norme che sono finalizzate a garantire la trasparenza degli assetti proprietari delle società quotate, imponendo determinati obblighi di disclosure verso la Consob e i mercati finanziari. In tema delle c.d. “partecipazioni rilevanti”, con ciò intendendosi quelle partecipazioni superiori a determinate soglie minime, individuate dal legislatore ovvero dall’Autorità di vigilanza competente²⁷⁶, la norma di riferimento è l’art. 120 del Tuf che prevede l’obbligo, a carico di *“coloro che partecipano in un emittente azioni quotate avente l’Italia come Stato membro d’origine in misura superiore”* alla soglia, recentemente incrementata, del *“tre per cento del capitale”* di dare comunicazione alla Consob, all’emittente e al pubblico della partecipazione medesima, secondo tempistiche e mediante formalità complesse e costose individuate dalla Consob medesima con regolamento²⁷⁷. Tralasciando le tempistiche e formalità suddette, quello che in questa sede interessa rilevare è la diversa definizione del capitale da prendere in considerazione al denominatore della formula per il calcolo della percentuale di partecipazione, qualora l’emittente abbia introdotto azioni a voto plurimo o consentito maggiorazioni del diritto di voto. E allora, coerentemente a quanto previsto dalle modifiche alla disciplina dell’Opa obbligatoria, il nuovo comma 1 dell’art. 120, Tuf, prevede che in tali società, *“per capitale si intende il numero complessivo dei diritti di voto”* e non *“quello rappresentato da azioni con diritto di voto”*²⁷⁸. Analogamente e opportunamente si dispone che *“i criteri per il calcolo delle partecipazioni”*, fissati dalla Consob con regolamento, devono avere riguardo anche alle ipotesi *“di maggiorazione dei diritti di voto”*²⁷⁹. Al riguardo la Consob ha apportato una modifica rilevante al Regolamento Emittenti, aggiungendo all’art. 118, rubricato appunto “criteri di

²⁷⁶Cfr. F. CHIAPPETTA, “Diritto del governo societario, la nuova corporate governance delle società quotate”, III edizione, 2013, p. 36.

²⁷⁷La materia degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, così come anche quella delle partecipazioni reciproche, risulta in buona parte “delegificata”, cioè demandata alla normativa secondaria propria delle Autorità di vigilanza). Tra l’altro, tali obblighi di trasparenza scattano non solo al superamento in senso positivo della soglia indicata ma anche nelle ipotesi di “sorpassi negativi” della medesima, ciò verificandosi quando la partecipazione si riduce al di sotto della soglia. Sono poi previste ulteriori soglie più elevate (5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 66.6% e 90%) sorpassate le quali (sia in senso positivo che negativo) scatta il medesimo obbligo comunicativo (ex art. 117, comma1, RE). Anche in tali casi si dovrà tenere in considerazione le nuove norme concernenti il voto plurimo e maggiorato.

²⁷⁸ Ex art. 120, comma 1, primo periodo, Tuf.

²⁷⁹ Ex art. 120, comma 4, lett. b), Tuf.

calcolo delle partecipazioni”, il comma 3-bis, sulla base del quale *“nelle ipotesi di maggiorazione del diritto di voto ovvero di emissione di azioni a voto plurimo ... per partecipazioni si intende il numero dei diritti di voto riferiti alle azioni oggetto di comunicazione”*.

Analoghe modifiche sono state apportate sul fronte delle “partecipazioni reciproche”, con ciò intendendosi la fattispecie dei c.d. *incroci azionari*, strumento sovente utilizzato per mantenere “bloccato” il controllo della società, cristallizzando, attraverso una fitta rete di partecipazioni incrociate, gli assetti proprietari. Il punto di riferimento normativo è l’art. 121 del Tuf, il quale dispone che in presenza di partecipazioni reciproche rilevanti – cioè superiori alla soglia del 3% su indicata – in una società per azioni quotate, *“la società che ha superato il limite successivamente non può esercitare il diritto di voto inerente alle azioni o quote eccedenti”* tale limite, *“e deve alienarle entro dodici mesi dalla data in cui ha superato il limite”*. Inoltre, *“in caso di mancata alienazione entro il termine la sospensione si estende all’intera partecipazione”*. Anche in tal caso i criteri di calcolo della partecipazione in presenza di azioni a voto potenziato sono i medesimi di quelli sopra analizzati, poiché il comma 5 dell’art. 121 rimanda alla disciplina prevista per le “partecipazioni rilevanti”²⁸⁰.

Occorre infine considerare che anche in tema di “Assetti proprietari”, specifiche disposizioni sono state dedicate alle PMI quotate, per le quali la soglia di partecipazione del 3% è elevata al 5%, in entrambe le fattispecie sin qui analizzate, mentre con riferimento specifico alle partecipazioni incrociate, la disposizione che prevede la soglia del 5% in caso di un accordo tra le emittenti reciprocamente partecipate, previamente autorizzato dalle rispettive assemblee ordinarie, viene raddoppiata, consentendo così incroci azionari sino alla misura del 10%. Non è chiaro se quest’ultima disposizione richieda che entrambe le società siano PMI o se sia sufficiente che una sola di queste sia tale. Ciò che rileva, comunque, è che si introduce una disposizione che contrasta parzialmente con la disciplina medesima delle partecipazioni incrociate, poiché innalzando la soglia sino alla misura del 10% si rende più facile la cristallizzazione degli assetti proprietari delle società reciprocamente partecipate, a discapito dell’efficienza del mercato del controllo societario.

Ora, alla luce delle novità che si sono messe in evidenza nel corso del presente paragrafo in tema di Opa, quel che emerge è una vera e propria disciplina speciale destinata alla categoria della PMI quotate, per le quali viene a delinearsi un vero e proprio “statuto normativo” caratterizzato da un rilevante livello di flessibilità, con lo scopo, come si è visto, di incentivare la realtà imprenditoriale italiana, fatta principalmente di piccole e medie imprese a controllo familiare, ad accedere al mercato borsistico. E allora, concludendo, come anche si evince dal fatto che tali disposizioni sono state introdotte con un decreto “competitività”, le esigenze appena individuate si sposano in maniera perfetta con quelle che hanno motivato l’introduzione delle azioni a voto potenziato, le quali sono state la risposta del legislatore italiano a quella che abbiamo sopra definito “una sempre più spinta

²⁸⁰ Analogamente si può concludere in tema di “*incroci azionari di gruppo*”, ex art. 121, comma 3, Tuf.

concorrenza tra ordinamenti”, rappresentando la quotazione delle società per azioni c.d. chiuse rientranti nella categoria delle PMI, un obiettivo intermedio, funzionale a garantire un’accelerazione nel tasso di crescita del mercato borsistico italiano da sempre sottodimensionato rispetto ai mercati regolamentati europei. E, allora, il filo conduttore in grado di tenere insieme tutte le disposizioni che si sono analizzate nel corso del presente paragrafo potrebbe essere ricercato, come si è avuto modo di evidenziare ancor prima di intraprendere l’analisi presentata, nell’intento del legislatore della c.d. “mini-riforma” di rendere i nostri mercati regolamentati maggiormente appetibili per le società chiuse e, in particolare, per quelle qualificabili come piccole e medie imprese (PMI), di modo che esse percepiscano la quotazione come una valida ed economica alternativa ai canali bancario-finanziari del mercato dei capitali. Ciò porterebbe allora a ritenere che, con le norme esaminate, si sia inteso rendere al contempo più “contendibile” e trasparente tale mercato, così da rafforzarlo. Non si può, tuttavia, non rilevare che la possibilità di creare azioni a voto plurimo – anche per le società “aperte” nel rispetto della disciplina prevista dall’art. 127-sexies – e la parallela, benché distinta, possibilità di “maggiorazione” del diritto di voto per le società quotate e quotande, paiono integrare delle scelte non totalmente in linea con tale obiettivo, rendendo in prospettiva più difficile la gara per il “controllo societario”. In conclusione, sembra di trovarsi, in realtà, di fronte a delle norme che, in certi casi, più che a favorire la contendibilità del controllo, appaiono destinate a coprire una “carezza di normativa” rispetto agli altri sistemi giuridici, ponendosi – nel contesto della *crescente concorrenza tra ordinamenti* – al servizio di una rincorsa verso un modello di regolazione dei nostri mercati in grado non tanto di attrarre gli investimenti stranieri, quanto, piuttosto, di evitare la perdita delle attività produttive originariamente stabilitesi nel nostro Paese.

CAPITOLO 3

RICADUTE IN TEMA DI CORPORATE GOVERNANCE: TRASFERIMENTO DEL CONTROLLO E TUTELA DELLE MINORANZE AZIONARIE

Sommario: 3.1. Ricadute delle “*super voting shares*” sulla governance societaria: richiami teorici ed evidenze empiriche. 3.1.1. Azioni a voto potenziato, assetti proprietari e conflitti potenziali. 3.1.2. Strutture di voto non proporzionali, mercato del controllo societario e decisioni finanziarie. 3.1.3. Azioni a voto potenziato: evidenze empiriche e grado di diffusione in paesi europei e extraeuropei. 3.1.4. Alcune evidenze dal caso italiano: assetti proprietari, mercato del controllo societario e ricorso ai CEMs. 3.2. La tutela degli azionisti estranei al controllo: lacune normative e possibili meccanismi risolutivi. 3.2.1. La necessità di una rigorosa disciplina: considerazioni generali e forme di tutela. 3.2.2. Lacune legislative e regolamentari: il ruolo dell'autonomia statutaria. 3.2.3. Possibili meccanismi di autotutela e/o eterotutela degli azionisti estranei al controllo. 3.3. Il ruolo degli investitori istituzionali nella governance italiana: un'ipotesi di utilizzo non-fisiologico di azioni a voto plurimo e maggiorato. 3.3.1. Lo “*shareholder activism*” e il ruolo degli investitori istituzionali nella governance societaria: quali rapporti con le *super voting shares*? 3.3.2. Il “peso” degli investitori istituzionali nelle società quotate italiane: quale reazione al riconoscimento legislativo di azioni a voto plurimo e maggiorato? 3.3.3. Il voto multiplo: possibile strumento di tutela degli azionisti estranei al controllo.

3.1. Ricadute delle “*super voting shares*” sulla governance societaria: richiami teorici ed evidenze empiriche.

3.1.1. Azioni a voto potenziato, assetti proprietari e conflitti potenziali.

Come si è avuto modo di anticipare in sede introduttiva, il presente lavoro di tesi è improntato in un'ottica di *analisi economica del diritto*, volendosi con esso perseguire un obiettivo ulteriore e aggiuntivo rispetto a quello – che fin qui si è cercato di realizzare – di proporre un'analisi dettagliata, di stampo prettamente giuridico, delle disposizioni con cui il legislatore italiano ha inteso introdurre e disciplinare nel nostro ordinamento le azioni a voto potenziato e delle soluzioni auspicabili alle questioni esegetiche che la non perfetta tecnica legislativa ha fatto sorgere²⁸¹. Orbene, tale obiettivo aggiuntivo consiste nel cercare di individuare, alla luce della disciplina sopra esposta e degli obiettivi di *policy* “denunciati” dal legislatore, la reale efficacia dell'intervento da questi operato e, soprattutto, le lacune normative che sarebbe opportuno colmare in un'ottica di miglior tutela delle *minoranze (o, come si vedrà, maggioranze) azionarie non di controllo*. Per far ciò si rende allora indispensabile attingere all'ampia letteratura economica, teorica ed empirica, che ha trattato il tema delle deviazioni dal principio di proporzionalità fra diritti patrimoniali e amministrativi per la partecipazione azionaria – tema all'interno del quale rientrano, evidentemente, anche le *super voting shares* – e che, contemporaneamente, ha approfondito le ricadute di queste

²⁸¹ Soluzioni che si è cercato, inoltre, di suffragare, ove possibile, mediante la presentazione di controprove empiriche rivenienti dall'analisi della prassi statutaria, specie con riferimento all'istituto del voto maggiorato, vista la sua maggiore diffusione tra le società quotate (v. infra).

sulla *Corporate Governance* delle società quotate. Va sin da subito sottolineato, infatti, che una “buona” *Corporate Governance* rappresenta per i mercati finanziari un importante fattore di giudizio sulla qualità dell’amministrazione di una società²⁸²: se da un lato essa non garantisce con assoluta certezza la positività delle *performance* economico-finanziarie dell’impresa societaria, e del rendimento dei titoli della società medesima sul mercato, dall’altro, costituendo sicuramente un presupposto imprescindibile per una gestione efficace ed efficiente dell’impresa, può certamente influire su tali misure di risultato. Performance economico-finanziarie stabilmente positive a livello micro implicano, evidentemente, una crescita del valore della società e, conseguentemente, una crescita del sistema economico complessivo nel quale la società medesima opera, con ricadute positive, quindi, anche in termini di benessere sociale. Prima di proseguire oltre è necessario tuttavia chiarire a cosa concretamente si faccia riferimento con l’utilizzo dell’espressione *Corporate Governance*. Si tratta di un concetto complesso relativamente al quale si deve rilevare che ad oggi, nonostante il grande numero di contributi prodotti sull’argomento, non esiste una definizione universalmente condivisa. Si è visto il proliferare, infatti, di diverse definizioni che differiscono tra loro sotto due diversi profili²⁸³:

- l’ampiezza e la varietà degli *stakeholder* considerati;
- l’ampiezza e la varietà degli organi societari o dei meccanismi ritenuti responsabili della funzione di governo dell’impresa.

In questo lavoro si ritiene opportuno adottare una definizione di corporate governance “allargata”, specie con riferimento alla seconda dimensione citata, ossia una definizione che vede il processo di governo dell’impresa come il risultato dell’operare di meccanismi non solo interni come, ad esempio, il sistema di amministrazione e controllo e la struttura degli assetti proprietari, ma anche meccanismi esterni, quali, il mercato del controllo societario (*c.d. market for corporate control*), il diritto societario e, più in generale, il contesto economico di riferimento. Chiarito ciò, il primo tipo di analisi che si intende condurre – analisi di natura meramente ricognitiva – renderà possibile valutare i potenziali costi e benefici derivanti dall’introduzione delle azioni a voto potenziato all’interno di un contesto societario come quello italiano. Allora, la domanda a cui si cercherà di dare risposta in questa sede è se e quando le azioni a voto potenziato, nella forma delle azioni a voto plurimo e della maggiorazione del diritto di voto, costituiscano un meccanismo che abbia effetti positivi sulla *governance* societaria e se, conseguentemente, sia stato opportuno il loro riconoscimento legislativo a livello di ordinamento interno. Per formulare una risposta adeguata, bisogna tuttavia preventivamente dare soluzione ad un’ulteriore questione concernente le ragioni che possono spingere una società per azioni in generale, e una quotata in particolare, ad adottare i meccanismi in esame. L’analisi non può che iniziare, di nuovo, dalla natura dei due istituti, questa volta riguardata da un punto di vista prettamente economico. Orbene, si è già avuto modo di

²⁸² Cfr. F. CHIAPPETTA, “Diritto del governo societario”, 2017, IV edizione, , p. 6.

²⁸³ Cfr. A. ZATTONI, “Corporate Governance”, 2015, Egea, pp. 35 e ss.

evidenziare che la prerogativa ad essi comune sia quella di essere qualificabili come azioni di “comando” o di “controllo” o, più in generale, come “meccanismo di *governance*” rientrante nella sotto-categoria di quei *control enhancing mechanisms* che agiscono in maniera diretta sulle modalità di attribuzione dei diritti di voto, generando una separazione tra “*voting rights*” e “*cash flow rights*”: si fa riferimento, cioè, ad uno strumento che, indipendentemente dalla forme giuridiche in cui si manifesta, appare in grado di incrementare notevolmente, per il soggetto che ne beneficia, il potere di influenzare le decisioni di governo della società. In sostanza, con tale meccanismo si introduce, lo si è detto più volte, una deviazione al principio di proporzionalità potere-rischio-responsabilità, che può consentire all’azionista “beneficiario” del potenziamento del voto di ottenere o consolidare il controllo societario. È allora già chiara ed ovvia una delle possibili motivazioni che generalmente spinge una società ad emettere azioni a voto potenziato: essenzialmente, l’obiettivo di una c.d. *dual-class share structure* è proprio quello di consentire all’azionista-imprenditore già titolare del controllo della società di preservare ulteriormente tale controllo e “proteggerlo” da eventuali tentativi di scalata da parte di soggetti terzi. Da queste prime considerazioni emerge l’estrema rilevanza, ai fini dell’introduzione delle azioni a voto plurimo e maggiorato, della tipologia di “assetto proprietario” caratterizzante la concreta realtà societaria, là dove con tale concetto si fa riferimento alle modalità di distribuzione dei diritti di proprietà fra i diversi soggetti che partecipano alla vita dell’impresa, con particolare riferimento, in un’ottica *shareholders value*, alle diverse tipologie di azionisti. E allora, è banale affermare che, vista la natura e le finalità delle *super voting shares*, esse troveranno maggiore probabilità d’introduzione nelle società caratterizzate dalla presenza di un azionista, o un gruppo di azionisti, di controllo²⁸⁴. A supporto di tale considerazione, si possono richiamare i risultati di diversi studi che hanno cercato di indagare la correlazione esistente tra strutture del diritto di voto non proporzionali e struttura degli assetti proprietari. In effetti, sulla base delle risultanze di tali ricerche si è teoricamente ed empiricamente dimostrato che meccanismi di separazione tra “diritti ai flussi di cassa” e “diritti di voto” tendano ad essere utilizzati in congiunzione con strutture proprietarie caratterizzate dalla presenza di un azionista di controllo, piuttosto che in presenza di assetti proprietari molto frammentati²⁸⁵. Ciò, tuttavia, non impedisce l’adozione di una struttura partecipativa non proporzionale nelle realtà in cui manca la figura dell’ “azionista di riferimento”, poiché in tali realtà i diritti di controllo sono generalmente, come si vedrà, nelle mani del management, il quale potrà allora essere interessato ad implementare una struttura di voto non proporzionale per ampliare e/o blindare la propria posizione²⁸⁶. Considerato ciò, per comprendere le conseguenze che il meccanismo in questione, al pari degli altri meccanismi di rafforzamento del controllo, può

²⁸⁴ Ciò trova evidenza nel caso italiano, nel quale si è visto che la pressoché totalità delle società che hanno introdotto la maggiorazione del voto, sia caratterizzata dalla presenza di un socio di controllo. V. Tabella 1.

²⁸⁵ Cfr., per tutti, BEBCHUK, L. A., 1999. “A rent-protection theory of corporate ownership and control”, in *NBER Working paper series, Working Paper 7203*, 1-46.

determinare, occorre fare un passo intermedio, consistente nell'individuazione dei conflitti endosocietari in cui esse trovano origine, conflitti che possono essere indagati, in termini di natura, attraverso un richiamo alla nota "teoria dell'agenzia" di Jensen e Meckling (1976), la quale trova il proprio fondamento, a sua volta, nella concezione dell'impresa come "*nexus of contracts*" - letteralmente "rete di contratti" tra privati - elaborata dalla dottrina giuridico-economica statunitense nell'ambito della più ampia *contractual theory of the firm*²⁸⁷. Se l'impresa è concepibile come "rete di contratti", allora tra tutte le relazioni contrattuali che formano l'essenza dell'impresa stessa vi saranno anche quelle volte a disciplinare i rapporti tra la proprietà, cioè gli azionisti, e il management. Ebbene la relazione di natura contrattuale esistente tra queste due categorie di soggetti è stata assimilata dai citati autori ad un "rapporto di agenzia", nel quale una parte (il c.d. *principal*) delega ad un'altra (il c.d. *agent*) lo svolgimento per proprio conto di determinate attività comportanti, tra l'altro, l'attribuzione di responsabilità decisionale.²⁸⁸ Il problema sorge nel momento in cui, assumendo che entrambe le parti siano guidate da razionalità economica nell'agire e, pertanto, puntino ciascuna a massimizzare la propria utilità, ci si trovi in presenza di una situazione societaria caratterizzata da un certo grado di separazione tra proprietà e controllo – situazione in cui, cioè, le due funzioni generalmente attribuibili all'imprenditore, ossia la gestione dell'impresa e l'assunzione del rischio, vengono separate e attribuite ai soggetti in gioco nel rapporto di agenzia²⁸⁹. Infatti, nel caso in cui il grado di separazione tra proprietà e controllo risulti nullo, si ricadrebbe nell'ipotesi di assenza di rapporti di delega di potere, con la conseguente impossibilità d'insorgenza di qualsiasi tipo di conflitto. Se si esclude tale situazione, come è ragionevole fare in un contesto di società quotate, si possono fare delle considerazioni ulteriori. In effetti, essendo le parti del rapporto portatrici di interessi solo parzialmente coincidenti, è probabile che l'*agent* - dotato, tra l'altro, di una migliore conoscenza dell'impresa proprio perché titolare del potere gestorio - non operi in ogni situazione nel miglior interesse del *principal* e sfrutti l'asimmetria informativa esistente a proprio vantaggio. Qualora ci fosse la possibilità di stipulare un contratto di agenzia in grado di disciplinare tutte le evenienze future possibili così da garantire che il comportamento dell'*agent* sia tale da perseguire l'interesse esclusivo del *principal* in ogni frangente astrattamente ipotizzabile, allora nessun problema si porrebbe. Ma gli insegnamenti di R.H. Coase e della sua "Teoria dei contratti incompleti" hanno dimostrato come l'esistenza di

²⁸⁷ Cfr. R.H.COASE, "Impresa, mercato e diritto", Bologna, il Mulino, 1995. L'origine della definizione è stata proposta dall'autore in epoca ben più lontana: cfr. R.H. COASE, 1937. "The nature of the Firm" in *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16, pp. 386-405.

²⁸⁸ Si propone di seguito la definizione adottata dagli autori: "*We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principals) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent*". Cfr. JENSEN M.C. & MECKLING W.H., "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure", in *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, pp. 305-360.

²⁸⁹ Cfr. FAMA E. F. (1980), "Agency problems and the theory of the firm" in *Journal of Political Economy*, vol. 88, n. 2, p. 289.

numerose cause ostative escluda in assoluto, nel mondo reale, una simile possibilità²⁹⁰. Da qui tutta una serie di attività, che potremmo definire di difesa, poste in essere dal *principal* e finalizzate alla riduzione del *gap* conoscitivo esistente tra le parti del rapporto²⁹¹ e all'allineamento degli interessi di cui ciascuna è portatrice, attività che inevitabilmente comportano il sostenimento dei cc.dd. *costi d'agenzia* (o *agency costs*), i quali rappresentano, in sostanza, la differenza negativa di benessere che si verifica passando dalla situazione ideale a quella reale²⁹². Gli autori evidenziano anche l'emergere di una relazione di diretta proporzionalità tra grado di separazione tra proprietà e controllo e costi di agenzia, nel senso che maggiore è il grado di separazione suddetto, maggiori saranno le probabilità che *conflitti d'interesse* e *asimmetrie informative* sfocino in comportamenti opportunistici dell'*agent* e, quindi, in una lievitazione dei costi necessari ad impedirli. Questa relazione può essere facilmente spiegata attraverso il seguente ragionamento: maggiore è il grado di separazione suddetto, ossia maggiore è la frammentazione dell'azionariato, minori saranno gli incentivi del singolo azionista a svolgere un'attività continua di monitoraggio dell'operato del management poiché i costi che esso dovrebbe sostenere sarebbero di gran lunga superiori ai benefici che ne potrebbe trarre in via individuale. Tali benefici, infatti, consistendo in un incremento del valore della società a seguito della più oculata gestione manageriale, verrebbero ripartiti fra tutti gli azionisti in proporzione alla quota di partecipazione nella società e il singolo azionista che ha esercitato il controllo non verrebbe ripagato "equamente" in termini economici degli sforzi profusi. Si può facilmente comprendere, allora, perché la concentrazione delle azioni e dei voti in capo ad un singolo azionista, il c.d. *controlling shareholder*, incentivi lo stesso ad agire nell'interesse comune, in vista, cioè, della massimizzazione del valore societario: beneficiando più di tutti della crescita del valore sociale, egli sarà ben lieto di sostenere i costi che tale maggior valore sono in grado di generare²⁹³. Questo è il principale motivo per cui in letteratura si sostiene che una delle possibili soluzioni ai problemi di agenzia sin qui esposti sia l'adozione di una struttura partecipativa caratterizzata dalla presenza di un azionista proprietario di consistenti quote di capitale sociale. Ciò è vero, tuttavia, sino al momento in cui la regola di attribuzione dei diritti di voto da esercitare nell'assemblea societaria sia quella della proporzionalità. Infatti, è solamente in un sistema di voto proporzionale che il controllo è nelle mani di colui che possiede la partecipazione più elevata e che,

²⁹⁰ Alcune cause di incompletezza contrattuale individuate dalla letteratura sono le seguenti: (i) l'impossibilità da parte dei contraenti di prevedere ogni possibile contingenza futura che dovesse verificarsi nel corso della relazione; (ii) gli elevati costi di contrattazione (*bargaining costs*) sostenuti dalle parti per accordarsi su ogni singola circostanza e il costo di descriverla (in modo non ambiguo) nel contratto; (iii) il costo di ricorrere al sistema legale per ottenere l'adempimento del contratto. Cfr. R.H. COASE, *op. citata*, 1937.

²⁹¹ Si fa riferimento in genere, alle seguenti attività: progettazione e implementazione di un adeguato sistema incentivante; progettazione e implementazione di un adeguato sistema di monitoraggio (ad es. mediante la costruzione di un efficace sistema di controllo interno, nel rispetto, quindi, delle *best practices* internazionali).

²⁹² Tali costi sono definiti dagli autori come la somma dei seguenti tre elementi: "*the monitoring expenditures by the principal*; – *the bonding expenditures by the agent*; – *the residual loss*". Cfr. M.C. JENSEN & W.H. MECKLING (1976), *op. cit.*,

²⁹³ VILLALONGA B. & AMIT R. H., "How do family ownership, control and management affect firm value?", in *Journal of Financial Economics*, vol. 80, 2006, pp. 385-417.

per tal motivo, ha maggiori incentivi ad agire nell'interesse collettivo, in vista della massimizzazione del valore della società. In tal caso avere una partecipazione di controllo implica, infatti, aver acquisito un rilevante numero di azioni (almeno pari alla metà più 1 di quelle in circolazione, in forza del principio maggioritario) e, quindi, aver investito più risorse degli altri nel progetto sociale con la conseguente sopportazione di rischi più elevati. Inoltre, un'ulteriore conseguenza della maggior assunzione di rischio che deriva dalla regola di proporzionalità è proprio quella di contenere la tentazione ad esercitare il diritto di voto per il perseguimento di interessi personali confliggenti con l'interesse sociale²⁹⁴. Di qui, la più volte citata "ottimalità" del principio "*one share, one vote*" come criterio di attribuzione dei diritti di voto²⁹⁵. Si noti che sin qui si è fatto riferimento ai conflitti di agenzia concepibili all'interno di una realtà societaria caratterizzata da assetti proprietari diffusi, questo perché la teoria citata è stata sviluppata per spiegare i conflitti tra proprietà e management tipici delle grandi *corporations* americane dove raramente i meccanismi di rafforzamento del controllo trovano concreto utilizzo, quantomeno nell'ottica che si sta ora analizzando²⁹⁶. Qualora si considerino invece realtà più vicine a quella del nostro paese in cui la concentrazione degli assetti proprietari è sicuramente più elevata, la principale relazione di agenzia vede come "parti" del rapporto *azionisti di maggioranza* da un lato, e *azionisti di minoranza* dall'altro. Orbene, nonostante entrambe le parti indicate appartengano alla medesima categoria, cioè quella degli *shareholders*, e nonostante il principio capitalistico del voto incentivi la maggioranza a perseguire l'interesse sociale, cioè l'interesse comune, esse, specie con riferimento alle società quotate, sono portatrici di interessi divergenti. Al riguardo, si ricorderà sicuramente la differenza tra *azionisti-investitori* (tipicamente titolari di una partecipazione minuta) e *azionisti-imprenditori* (tipicamente titolari di una partecipazione rilevante), interessati, rispettivamente, all'apprezzamento del titolo sul mercato azionario e alla gestione, nel senso di determinazione degli indirizzi strategici, dell'impresa societaria. In aggiunta, oltre ad una diversa ottica temporale degli interessi delle parti – tipicamente di breve o medio per gli *azionisti-investitori* e di lungo per gli *azionisti-imprenditori* – potrebbero emergere delle situazioni in cui la concentrazione dei diritti di voto in capo ad un singolo soggetto determini un acuirsi dei problemi di agenzia fra azionisti di maggioranza e di minoranza. In effetti, il conflitto che ne viene fuori può essere considerato alla stregua di quello che si verifica nelle situazioni caratterizzate da un elevato grado di separazione tra proprietà e controllo e che poc'anzi abbiamo visto essere tipiche delle società ad *azionariato diffuso*, il quale ultimo può essere riassunto nei seguenti termini: gli azionisti, comunque titolari del c.d. *diritto al rendimento residuale*, cedono la quasi totalità dei loro diritti di controllo al *management*, il quale, di fatto, governa l'impresa ed è in grado di prendere decisioni che generano benefici di cui essi sono in

²⁹⁴Cfr. M.C. JENSEN & W.H. MECKLING, 1976. "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure", in *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.

²⁹⁵Cfr. GROSSMAN, S., HART, O., 1988. "One-share-one-vote and the market for corporate control", in *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 175-202.

²⁹⁶V. nota 289.

grado di appropriarsi senza tuttavia sopportare integralmente i relativi costi. Pertanto, all'interesse degli azionisti di vedere massimizzato il valore del proprio investimento, si contrappone quello dei manager i quali, per quel che si è appena detto, risultano incentivati ad appropriarsi dei c.d. *benefici privati del controllo* a discapito dei primi²⁹⁷. E allora un simile conflitto – che potremmo definire come “problema di agenzia del secondo tipo” per distinguerlo da quello “del primo tipo” che vede contrapposti azionisti e management – è potenzialmente prospettabile in una situazione societaria caratterizzata da assetti proprietari più concentrati: “l'azionista di controllo può avere infatti incentivi all'estrazione di benefici privati dall'impresa, nella misura in cui il valore di tali benefici è superiore alla riduzione di valore che ciò causa alla propria partecipazione”²⁹⁸.

Il problema di agenzia del secondo tipo, poi, finisce aggravarsi nel caso in cui alla concentrazione dei diritti di voto in capo al singolo socio si accompagni l'utilizzo di CEMs, come ad esempio le *super voting shares*. Infatti, anche in tal caso ci si troverebbe di fronte ad un fenomeno di separazione tra proprietà e controllo, seppur di diverso tipo rispetto a quello caratterizzante le società ad azionariato disperso: l'azionista di controllo, possedendo un ammontare di diritti di voto più che proporzionale rispetto *ai diritti al rendimento residuale*, potrebbe infatti decidere anch'esso di “massimizzare” i benefici privati, essendo in ciò incentivato dal minor rischio sopportato in relazione al potere di cui effettivamente dispone, con conseguenze negative per gli azionisti di minoranza e, probabilmente, anche per gli altri *stakeholder*. Concretamente, poi, a seconda della specifica struttura partecipativa in cui ci si trovi, il conflitto di agenzia di secondo tipo può configurarsi in diversi modi, nel senso che può sorgere tra “maggioranze di capitale di controllo” e “minoranze di capitale non di controllo”, ovvero tra “minoranze di capitale di controllo” e “maggioranze di capitale non di controllo”²⁹⁹. In entrambi i casi, essendo la natura del conflitto evidentemente la medesima, le *minoranze (o maggioranze) di capitale non di controllo* tendono ad essere opportunamente accomunate in letteratura sotto la dicitura di “*outside investors*”, con cui si fa riferimento specificamente agli azionisti “esterni” alle dinamiche di determinazione della volontà sociale³⁰⁰. Alla luce di quanto sin qui esposto, appare evidente che le azioni a voto plurimo e la maggioranza del diritto di voto rappresentino non solo dei meccanismi di rafforzamento del controllo, ma anche degli strumenti che, determinando un incremento del grado di separazione tra la proprietà e il controllo dell'impresa societaria, possono provocare un aggravamento dei conflitti di

²⁹⁷ Cfr. M.C. JENSEN & W.H. MECKLING, “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure”, in *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, pp. 305-360.

²⁹⁸ S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCiano *La deviazione dal principio “un'azione-un voto” e le azioni a voto multiplo* in “Quaderni giuridici Consob”, n. 5, gennaio 2014.

²⁹⁹ Le due ipotesi prospettate dipendono dalla natura degli assetti proprietari della società nel senso che segue: in presenza di assetti proprietari concentrati si paleserà il primo dei conflitti indicati; in presenza di assetti proprietari meno concentrati (sempre con riferimento alle percentuali di detenzione del capitale), ma caratterizzati comunque dalla presenza di un azionista “di riferimento” – beneficiario di *super voting shares* – si paleserà il secondo tipo di conflitto. In tal senso v. V. CARIELLO, *op. citata*, p. 167.

³⁰⁰ Cfr. ADAMS & FERREIRA, 2008. “One Share-One Vote: The Empirical Evidence” in *Review of Finance*, 12, pp. 51-91.

agenzia che vedono contrapposti azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza. Inoltre, si può affermare che l'adozione di una struttura dei diritti di voto che devia dal principio di proporzionalità – cosa che si verificherebbe in caso di introduzione dei due istituti in esame – può influire sulla *governance* societaria nel senso che essa può minare l'efficacia della concentrazione proprietaria, intesa, nel rispetto della definizione sopra adottata, come meccanismo di *governance* funzionale a risolvere “conflitti di agenzia del primo tipo”. Ciò è vero, tuttavia, là dove l'azionista di controllo sia maggiormente incentivato ad estrarre i benefici privati, ossia in quelle realtà dove tali benefici risultano essere molto elevati. A fianco a questa ipotesi, che delinea il determinarsi di un impatto negativo sulla *governance* societaria e quindi, di riflesso, sull'efficacia ed efficienza della gestione, può evidenziarsi anche la presenza di fattispecie in cui le *super voting shares* provocano indirettamente vantaggi e benefici in termini di corporate governance, come conseguenza degli effetti positivi che esse determinano direttamente nella sfera economica dell'azionista di riferimento. Infatti, l'adozione di strutture di voto non proporzionale può incentivare l'attività di *monitoring* da parte del *controlling shareholder* sul management dell'impresa, poiché consente di ridurre i costi associati alla detenzione di una partecipazione significativa in una singola impresa, quali ad esempio: i costi associati alla mancata diversificazione di portafoglio; i costi connessi alla detenzione di un *asset* potenzialmente illiquido; i costi, di natura prettamente finanziaria, relativi all'acquisto della partecipazione medesima. Tale riduzione, infatti, è conseguenza della possibilità di controllare – mediante l'utilizzo di azioni a voto potenziato - una percentuale di voti più che proporzionale rispetto all'investimento in capitale di rischio, la quale consente, a sua volta, di ridurre il livello di rischio c.d. *firm-specific* che l'azionista di controllo generalmente sopporta a differenza degli *outside investors*, titolari di una partecipazione minimale, i quali sono naturalmente agevolati nell'impiego di risorse in investimenti alternativi³⁰¹.

³⁰¹ Cfr. GILSON, R.J. e A. SCHWARTZ, 2012. “Constraints on private benefits of control: ex ante control mechanisms versus ex post transaction review” in *ECGI Law Working Paper*, n. 194

3.1.2. *Strutture di voto non proporzionali, mercato del controllo societario e decisioni finanziarie.*

La letteratura non si è concentrata solamente sulla questione concernente il rapporto tra struttura dei diritti di voto, assetti proprietari e correlati problemi di agenzia, bensì anche - in estrema coerenza con la definizione “allargata” di corporate governance che si è scelto di adottare - sul tema dell’impatto delle diverse modalità di strutturazione del diritto di voto sul funzionamento del mercato del controllo societario, distinguendo tra fattispecie di applicazione del principio di proporzionalità tra diritti patrimoniali e amministrativi e fattispecie in cui tale principio viene invece derogato. Da tale secondo filone di studi emerge che non sempre l’applicazione del principio “un’azione, un voto” consente un’allocazione ottimale del controllo societario, con ciò intendendosi dire che non sempre tale principio garantisce una corrispondenza perfetta tra soggetti che detengono il controllo della società e soggetti in grado di creare valore per la società medesima in misura superiore rispetto agli altri. Ciò risulta verificato, infatti, solo in determinate circostanze. In particolare, si è dimostrata la stretta dipendenza dell’ottimalità della regola di proporzionalità da tre fattori:

- il tipo di impresa oggetto di offerta, differenziandosi tra società a proprietà dispersa e società a proprietà concentrata;
- il numero di potenziali acquirenti del controllo;
- il grado di asimmetria informativa circa la capacità dell’offerente di creare valore a seguito dell’acquisizione del controllo.

In merito al primo fattore, in letteratura si è data dimostrazione, attraverso l’utilizzo di modelli teorici, che nelle imprese societarie a proprietà diffusa – nelle quali, quindi, il controllo è generalmente in mano al management – l’utilizzo di strutture partecipative non basate sul principio di proporzionalità possa favorire la realizzazione di operazioni di trasferimento del controllo efficienti, cioè funzionali al miglioramento della gestione dell’impresa e, conseguentemente, all’efficientamento in termini di capacità di creazione del valore. Per comprendere questo risultato, è necessario richiamare il concetto di *free riding*, con cui si fa generalmente riferimento al problema che si verifica quando un soggetto beneficia di vantaggi di natura economica e/o di informazioni senza contribuire al pagamento dei costi che li hanno generati, dei quali si fa carico il resto della collettività di riferimento³⁰². Si può verificare cioè, nella situazione che si sta esaminando, un fenomeno di “parassitismo” dipendente dalle seguenti ragioni: il costo di coordinamento tra i vari azionisti per la formulazione di una strategia comune di risposta all’offerta di acquisto da parte di un soggetto esterno risulta essere eccessivamente oneroso; conseguentemente, ciascuno assumerà le proprie decisioni ritenendosi ininfluenze ai fini dell’esito finale dell’offerta, ragionando così in

³⁰² Cfr. GROSSMAN, S., O. HART. “Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation”, in *The Bell Journal of Economics*, vol. 11, no. 1, 1980, pp. 42–64.

un'ottica prettamente egoistica. Ciò significa che ciascun azionista cercherà di massimizzare il proprio guadagno personale, essendo disposto a vendere le proprie azioni ad un prezzo più elevato di quello che il "*potential buyer*" sarebbe disposto ad offrire, ossia ad un prezzo superiore a quello ottenibile in funzione del maggior valore che il cambio di controllo potrebbe generare³⁰³. Il fenomeno del *free riding* può determinare, in sostanza, l'insuccesso di operazioni di trasferimento del controllo "efficienti" nei termini sopra individuati³⁰⁴.

Quanto sin qui prospettato può avvenire indipendentemente dall'adozione di una struttura di voto proporzionale o di una struttura da essa differente. La struttura partecipativa non influisce sull'offerta, salvo che si assuma l'esistenza di asimmetrie informative tra le parti in gioco, asimmetrie concernenti la capacità del c.d. *bidder* di generare valore in misura superiore a quella del management attuale. Diversi studi teorici confermano infatti che, in tal caso, l'adozione di una struttura di voto non proporzionale – che preveda, ad esempio, le *super voting shares* – piuttosto che proporzionale, potrebbe mitigare il problema del *free riding* appena descritto, poiché in grado di indurre una riduzione del prezzo a cui gli azionisti sarebbero disposti ad alienare le proprie partecipazioni azionarie, con una conseguente riduzione del costo di acquisto del controllo per l'offerente³⁰⁵. In tal caso, l'applicazione rigorosa del principio "un'azione, un voto" non risulterebbe ottimale e l'introduzione di meccanismi di deroga a tale principio potrebbe migliorare l'efficienza del mercato del controllo societario, incrementando cioè la probabilità che fenomeni di trasferimento del controllo comportino un aumento del valore economico dell'impresa societaria oggetto di trasferimento.

Quanto sin qui detto con riferimento alle società a proprietà dispersa risulta verificato solamente là dove vi sia un unico offerente in gioco. Nel caso in cui gli offerenti siano molteplici, la letteratura ha dato evidenza di come il principio capitalistico del voto possa, sotto certe ipotesi, risultare ottimale, sempre con riferimento alla capacità di detto principio di garantire che il cambio di

³⁰³ Cfr. GROSSMAN, S., HART, O., 1980. "Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation" in *The Bell Journal of Economics*, Vol. 11, No. 1, pp. 42-64.

³⁰⁴ Per comprendere meglio il problema del *free riding* che si può verificare in un'impresa a proprietà dispersa in cui vige la regola "one share-one vote", si consideri il seguente esempio teorico: la società oggetto di offerta ha un valore pari a "q" sotto il controllo del management attuale e potrebbe accrescere il suo valore sino a "v" in caso di successo dell'offerta del "potential buyer", successo che si verificherebbe nel caso in cui quest'ultimo riesca ad acquisire il 50% delle "n" azioni esistenti. Gli azionisti decidono se aderire o meno all'offerta di acquisto a seguito di un'analisi costi-benefici effettuata sulla base delle seguenti considerazioni: (i) in caso di fallimento dell'offerta, le azioni continuano a valere "q"; (ii) in caso di successo, le azioni valgono ciascuna "p", ossia il prezzo unitario, se aderiscono, oppure "v" nel caso in cui non aderiscano. Pertanto, l'azionista marginale cederà le azioni se e solo se il prezzo di cessione "p" sia almeno pari al valore "v" (in caso contrario, infatti, sarebbe per lui più conveniente non aderire). In tale situazione è evidente che l'offerta non avrà successo poiché ogni azionista sceglierà di non aderire. Cfr. GROSSMAN, S., HART, O., 1980, *op. citata* (v. nota precedente). Il *free riding* consiste allora proprio in questo: in assenza di coordinamento, ciascuno opera la propria scelta in un'ottica meramente individuale, con possibili ricadute negative in termini di surplus collettivo.

³⁰⁵ Tra l'altro, sulla base del medesimo modello sinteticamente riportato nella nota precedente, solamente nel caso in cui l'offerente sia "efficiente" l'offerta si concluderebbe con successo. In caso contrario il bidder non sarebbe comunque in grado di pagare il prezzo minimo al quale gli azionisti sarebbero disposti a vendere. Per maggiori approfondimenti v. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCiano, *op. citata*, p. 486, nota 20.

controllo avvenga a favore del soggetto in grado di accrescere maggiormente il valore societario, così minimizzandosi, conseguentemente, i benefici privati del controllo³⁰⁶.

Considerazioni diverse, che assumono maggiore rilevanza ai fini del presente lavoro, devono essere fatte nel caso in cui si abbia a che fare con realtà societarie caratterizzate da una maggiore concentrazione degli assetti proprietari, nelle quali, lo si è più volte detto, le azioni a voto plurimo e maggiorato possono trovare più elevate probabilità d'introduzione. In tali realtà non si pone il problema del *free riding* poiché l'esistenza di un azionista titolare di una partecipazione superiore alla metà del capitale non richiede l'adozione di alcuna strategia di coordinamento da parte della collettività degli azionisti. Nelle società ad azionariato concentrato, infatti, l'azionista di controllo ricopre un ruolo determinante in termini di esito dell'offerta: i trasferimenti del controllo richiedono delle negoziazioni di natura bilaterale, cioè coinvolgenti esclusivamente tale soggetto e l'offerente. Orbene, la letteratura teorica ha dimostrato che, sotto determinate ipotesi, la regola proporzionale sia in grado in tal caso di facilitare riallocazioni del controllo che creano valore e di scoraggiare quelle che, al contrario, non creano o addirittura distruggono valore³⁰⁷. Essa, tuttavia, non consente di assicurare con "certezza" un'allocazione efficiente del controllo poiché l'azionista detentore dei diritti di controllo compie, anche in questo caso, una valutazione di tipo individuale. Egli non si curerebbe, in sostanza, di valutare i benefici che l'operazione è in grado di generare per gli azionisti di minoranza. In tal caso, allora, il problema che si pone è differente e, se si vuole, duplice:

- da un lato, esso riguarda l'impatto che la concentrazione della proprietà azionaria produce sulla contendibilità del controllo societario nell'ipotesi in cui sia operante o meno la regola proporzionale;
- dall'altro, esso consiste nella necessità di garantire che l'interesse dell'azionista di minoranza sia sufficientemente tutelato nell'ipotesi in cui il trasferimento in questione si verifichi.

Orbene, sotto il primo punto di vista, occorre evidenziare che sicuramente i CEMs – alcuni, tra l'altro, più di altri - limitano fortemente la contendibilità del controllo, con una conseguente riduzione delle dimensioni del mercato del controllo societario e, quindi, della sua azione discriminante. Entrando maggiormente nel dettaglio, si può avanzare a questo punto una non poco rilevante distinzione in termini di effetti tra le azioni a voto plurimo, la maggiorazione del diritto di voto e le azioni senza diritto di voto, tenendo sempre a mente che le azioni a voto plurimo non

³⁰⁶ Cfr. GROSSMAN, S., HART, O., 1988. "One-share-one-vote and the market for corporate control", in *Journal of Financial Economics*, vol.20, pp. 175-202.

³⁰⁷ Le ipotesi cui si fa riferimento dipendono dalle caratteristiche proprie di ciascuna delle parti dell'operazione di trasferimento, ossia in particolare: i) la capacità di gestione e creazione del valore; ii) la capacità di estrazione dei benefici privati del controllo dall'altro. Solamente nel caso in cui l'offerente sia in grado di generare maggior valore e, contemporaneamente, sia in grado di estrarre minori benefici privati rispetto all'alienante, allora la regola di proporzionalità può garantire risultati migliori rispetto all'adozione di strutture di voto non proporzionali. Cfr. BEBCHUK, L. A., 1994. "Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control" in *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, issue 4, pp. 957-993.

possono essere emesse da società quotate, se non nei limitati casi previsti dall'art. 127-sexies del Tuf. . In effetti i primi due strumenti richiamati, per come sono stati concepiti dal legislatore italiano, consentono entrambi di rafforzare la posizione di controllo dell'azionista "beneficiario", ma lo fanno in maniera differente. E allora, le azioni a voto maggiorato tendono ad ostacolare il trasferimento del controllo poiché, come si è dettagliatamente analizzato, esse perdono il beneficio della maggiorazione del voto a seguito di cessione, con una conseguente riduzione del numero dei diritti di voto esercitabili in assemblea. Questo comporta che, in caso di maggiorazione del diritto di voto, l'offerente dovrà, ai fini dell'ottenimento del controllo, acquisire un numero maggiore di azioni con un necessario incremento del costo complessivo dell'operazione, a differenza del caso di emissione di azioni senza diritto di voto le quali, non comportando una riduzione del capitale votante richiederebbero, *ceteris paribus*, un costo complessivo meno elevato³⁰⁸. Analoghe considerazioni non valgono nel caso in cui ci si trovi in presenza di azioni a voto plurimo Tali azioni, non perdendo a seguito della cessione il privilegio del voto potenziato non comportano – al pari del caso di emissione di azioni senza voto – alcuna riduzione del capitale votante a seguito del trasferimento del controllo, ciò implicando, per il potenziale acquirente, la sopportazione di un costo complessivamente più basso rispetto all'ipotesi in cui la società *target* sia caratterizzata dalla presenza di azioni a voto maggiorato. Tuttavia, è opportuno evidenziare lo scarso rilievo in termini di effetti sul mercato del controllo societario italiano di tale fattispecie: se si considera la tassatività delle ipotesi in cui il legislatore della "mini-riforma" ha ammesso la loro presenza in emittenti quotati³⁰⁹ e la conseguente scarsa diffusione dello strumento in questione tra le società quotate, è evidente come i riflessi negativi prodotti da tale strumento sul funzionamento del mercato del controllo societario siano minimali.

Il secondo aspetto del problema, quello cioè della tutela del *welfare* degli azionisti di minoranza, richiama la seguente considerazione: se è vero che il principio di proporzionalità aumenta la contendibilità del controllo e favorisce, quindi, l'azione discriminante del mercato, non sempre ciò comporta un'allocazione efficiente del controllo. In ipotesi di assetti proprietari concentrati, infatti, parlare di "efficienza allocativa" implica tenere in considerazione anche gli effetti di operazioni di trasferimento del controllo sul benessere degli azionisti di minoranza, tali effetti dipendendo dal *grado di tutela legale offerto agli azionisti* da parte dell'ordinamento giuridico in cui l'impresa societaria opera.

In sostanza, dalle considerazioni sin qui esposte si evince come, anche relativamente al tema del mercato del controllo societario, la letteratura teorica abbia evidenziato l'esistenza di rilevanti difficoltà nel valutare se la regola "un'azione, un voto" sia in grado di determinare, facilitando la realizzazione dei *takeover* rispetto alle *super voting shares*, una situazione migliore per tutte le parti

³⁰⁸ Cfr. A. ZATTONI, "Corporate Governance", 2015, Egea, pp. 35 e ss.

³⁰⁹ V. quanto approfonditamente riportato nel ¶ 2.1.1., in particolare, p. 47.

in gioco. Diverse, infatti, possono essere le incertezze e le conseguenze negative associate al fenomeno del trasferimento del controllo che impediscono la formulazione di un giudizio condiviso:

- in un'ottica *ex-post*, chi acquista il controllo potrebbe sfruttare la propria posizione per godere dei benefici privati;
- in un'ottica *ex-ante*, l'esposizione al rischio di subire una scalata ostile potrebbe ridurre alcuni investimenti o limitare l'accesso delle imprese alla quotazione³¹⁰.

Proprio quest'ultimo punto consente di richiamare un tema ulteriore di cui la letteratura si è ampiamente occupata e che attiene al rapporto tra strutture di voto non proporzionali e decisioni finanziarie delle imprese, poiché esso consente di dare fondamento teorico a quanto già rilevato nel primo capitolo in tema di utilizzo delle azioni a voto potenziato con finalità di realizzazione di operazioni di ricapitalizzazione efficienti. Orbene, la dottrina economica ha dimostrato che là dove un'impresa che adotti la regola proporzionale necessiti di nuove risorse per finanziare, appunto, progetti d'investimento efficienti, ossia caratterizzati da un VAN (Valore Attuale Netto) positivo, l'azionista di controllo dell'impresa medesima potrebbe scegliere di non intraprendere affatto tali progetti. Esso per realizzarli, nel caso in cui non abbia a disposizione ulteriori risorse personali da investire, dovrebbe far ricorso – per la prima volta, se l'impresa non è quotata, ovvero nuovamente, se l'impresa è quotata – al mercato dei capitali di rischio con la certezza di veder diluita la propria partecipazione di controllo e il rischio di mutamenti rilevanti negli assetti di potere interni alla struttura proprietaria. Emerge, allora, l'ottimalità delle deviazioni dal principio “un'azione, un voto” relativamente a questo diverso tema. E così, con particolare riguardo ai processi di *going public*, si è già avuto modo di evidenziare l'efficienza di strutture di voto non proporzionali, e, in particolare, delle azioni a voto plurimo, le quali – ove introdotte, come consentito dal legislatore, prima dell'IPO – consentirebbero all'azionista di controllo: di mantenere tale controllo attraverso un investimento di capitale meno che proporzionale; di ottenere un maggiore ammontare di risorse in fase di IPO di quelle che avrebbe potuto ottenere in caso di vigenza della regola proporzionale; di facilitare la creazione di liquidità del titolo, vista la possibilità di immettere un maggior numero di azioni sul mercato senza perdere il controllo; di ridurre il rischio *firm-specific* che sopporta e di incentivare in tal modo, lo si è già anticipato, un'attività di *monitoring* più efficace³¹¹.

In conclusione, dall'analisi di natura ricognitiva che si è sin qui condotta circa l'impatto che le deviazioni dalla regola proporzionale provocano sui vari meccanismi che, sulla base della definizione adottata, costituiscono parte integrante della corporate governance societaria si sono messi in luce non solo effetti negativi, ma anche effetti positivi con l'emersione di un importante insegnamento: sul piano teorico è estremamente difficile e complesso valutare l'efficacia del

³¹⁰ Cfr. BEBCHUK, L. A., 1994. “Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control” in *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, issue 4, pp. 957-993.

³¹¹ Cfr. BEBCHUK, L. A., 1999. “A rent-protection theory of corporate ownership and control”, in *NBER Working paper series, Working Paper 7203*, pp. 1-46.

principio di proporzionalità e, antitetivamente, delle deviazioni dal principio medesimo. Tale efficacia, infatti, sembrerebbe essere influenzata in maniera significativa e determinante dalla concreta configurazione delle altre, numerose, variabili che entrano in gioco, ossia: il grado di concentrazione dell'azionariato; la tutela legale offerta agli azionisti in generale, e a quelli di minoranza in particolare; le caratteristiche del mercato del controllo societario; il grado di funzionamento di altri meccanismi di corporate governance³¹².

In sostanza, anche nella dottrina economica, al pari di quanto si è già avuto modo di evidenziare nella dottrina giuridica, manca un'unanimità di vedute circa la convinzione che il principio di proporzionalità tra proprietà e controllo costituisca un dogma di incremento dell'efficienza economica. Pertanto la tematica dell'efficienza o dell'inefficienza del principio suddetto e, simmetricamente, dell'efficienza o dell'inefficienza delle azioni a voto plurimo e maggiorato deve essere necessariamente riguardata con riferimento al singolo caso concreto, non potendosi cioè trarre considerazioni di tipo assoluto quanto, piuttosto, solamente relative.

³¹² Cfr. BURKART M., LEE S., 2007. "The One Share-One Vote Debate: A Theoretical Perspective", in *Finance Working Paper*, ECGI, pp. 1-49.

3.1.3. Azioni a voto potenziato: evidenze empiriche e grado di diffusione in paesi europei e extraeuropei.

Anche la letteratura empirica³¹³, cui tra l'altro si è già fatto qualche cenno, si è ampiamente interrogata, sulla base delle considerazioni teoriche sopra esposte, circa la desiderabilità e gli effetti delle azioni a voto potenziato. Gli studi condotti possono essere divisi in tre macro-categorie:

- studi sul grado di diffusione delle azioni a voto potenziato nei diversi ordinamenti giuridici;
- studi sulle determinanti dell'utilizzo di tale strumento di separazione tra proprietà e controllo;
- studi sull'impatto delle deviazioni dal principio capitalistico del voto sul valore dell'impresa;

La prima categoria evidenziata, nonostante raccolga degli studi che adottano un approccio metodologico relativamente semplice, poiché consistente nella realizzazione di mere indagini statistiche, può stimolare comunque degli interessanti spunti di riflessione. In particolare, prendendo a riferimento quegli studi che hanno indagato il grado di diffusione delle azioni a voto multiplo negli Stati Uniti, si nota che essi hanno riguardato principalmente l'adozione di tale strumento da parte di società chiuse in un'ottica di successiva quotazione. In tale area geografica nel triennio 2010-2012, in circa 20 quotazioni (IPOs) su un totale di 170 le società prevedevano *dual class shares*, con un trend leggermente decrescente per il quadriennio successivo (2012-2015)³¹⁴. In sostanza emerge che lo strumento, sebbene non sia utilizzato nella maggioranza dei casi di *going public*, sia, ad oggi, tutt'altro che sconosciuto. In particolare, le azioni a voto potenziato sembrano essere molto comuni nelle società che gestiscono imprese editoriali e mezzi di comunicazione, come il "New York Times" e la "News Corp.", e nelle società operanti nei settori della moda e *high-tech*. Le spiegazioni a questo particolare dato riguardano il fatto che, da un punto di vista teorico, potrebbero esserci elevati benefici privati estraibili dal socio di controllo nelle società che gestiscono i mezzi di comunicazione e che, questo l'elemento forse più degno di nota, le capacità artistiche dei soci fondatori nelle società di moda e le competenze tecniche e il carisma dei soci fondatori delle "società di internet", quali ad esempio Google e Facebook, sono elementi da tenere in considerazione nell'analisi delle determinanti e degli effetti delle *super voting shares*. Negli ultimi due settori citati, inoltre, proprio il fatto che il socio di riferimento sia contemporaneamente il fondatore della società fa emergere un elemento che sin ora non era stato preso in considerazione dalla letteratura teorica, troppo basata sull'ipotesi di razionalità economica degli agenti economici:

³¹³La rassegna presentata in questo paragrafo non ha alcuna pretesa di esaustività, limitandosi a raccogliere le principali risultanze degli studi più autorevoli e accreditati sul tema.

³¹⁴Cfr. IRRS Institute, ISS, 2012. "Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Ten Year Performance and Risk Review", disponibile al seguente link: <http://irrcinstitute.org/pdf/FINAL-Controlled-Company-ISS-Report.pdf>; IRRS Institute, ISS, 2015. "Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Ten Year Performance and Risk Review", disponibile al seguente link: <https://irrcinstitute.org/wp-content/uploads/2016/03/Controlled-Companies-IRRCI-2015-FINAL-3-16-16.pdf>.

anche il valore “affettivo” che lega il fondatore alla società da lui creata può incentivare l’adozione di strumenti di rafforzamento del controllo quali le azioni a voto plurimo o maggiorato e influenzare i giudizi del mercato. Se questa è l’evidenza riveniente dagli Stati Uniti, anche negli ordinamenti europei che già da tempo conoscono l’istituto del potenziamento del diritto di voto il suo utilizzo appare rilevante e non marginale. Si è avuto modo di evidenziare che il principio “un’azione, un voto” ha sempre assunto nel nostro ordinamento la valenza di regola di *default* avente natura di norma dispositiva, derogabile dall’autonomia statutaria nel rispetto di determinati limiti, più o meno ampi nel tempo, stabiliti dal legislatore. Analogamente, anche negli altri Paesi europei il principio di proporzionalità tra diritti patrimoniali e amministrativi ha da sempre costituito la regola generale, con la conseguenza che ogni configurazione alternativa della partecipazione azionaria al capitale sociale, costituente una deviazione da tale principio, era, ed è tutt’oggi, concepibile come eccezione³¹⁵. È proprio ciò che ha spinto la Commissione Europea a finanziare e incoraggiare le produzioni di studi e ricerche con l’obiettivo di indagare le tipologie di deviazioni ammesse dai diversi ordinamenti europei e il livello di diffusione delle medesime, così da poter comprendere le diversità negli atteggiamenti propri dei legislatori nazionali e degli imprenditori europei con l’obiettivo ulteriore di fornire raccomandazioni ai Paesi membri nell’ottica dell’armonizzazione della disciplina delle società di capitali. Tra i vari studi che si sono susseguiti negli anni, il *Report* del 2007³¹⁶ - già precedentemente citato dibattendo di “contraddizioni” di politica legislativa - è sicuramente quello maggiormente degno di nota. Esso ha visto la partecipazione di un grande numero di esperti, di organismi istituzionali e di enti privati dislocati su tutto il territorio europeo, caratteristica, questa, che rappresenta una garanzia sull’importanza e soprattutto sulla validità del Report medesimo in termini di completezza dei dati raccolti e di affidabilità dei risultati ottenuti e che consente di utilizzare l’analisi comparata in esso contenuta. In particolare, tale indagine è stata realizzata non solo nell’ottica di rilevare il grado di diffusione delle deviazioni dal principio “un’azione, un voto” - distinguendo, tra l’altro, tra *meccanismi di rafforzamento del controllo*, in cui ricadono azioni a voto plurimo e maggiorato, *meccanismi di salvaguardia della stabilità del governo societario* e *meccanismi residuali* - ma ha anche realizzato uno studio sulla sensibilità degli investitori professionali operanti sul mercato azionario alle deviazioni dalla regola proporzionale, mediante la sottoposizione agli stessi di una *survey* appositamente costruita. Mentre sulle risultanze di quest’ultimo tema di indagine si tornerà più avanti, in questa sede è opportuno richiamare solamente alcuni dati sulla diffusione delle azioni a voto potenziato, dati che sono stati raccolti avendo come punto di riferimento un campione di più di quattrocento società operanti nei 16 principali Paesi europei, suddiviso al suo interno in due sottogruppi di società differenzianti tra loro in funzione della capitalizzazione di borsa: il sottogruppo delle società quotate di grandi

³¹⁵Cfr. M. S. SPOLIDORO, *op. citata*, v. nota 10, 2015.

³¹⁶ Cfr. ISS Europe, ECGI, Sherman & Sterling, “Report on the proportionality principle in the European Union”, 18 may 2007, disponibile su http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf

dimensioni; il sottogruppo delle società di recente quotazione e di dimensione più contenuta. Ciò consente di fare un'importante considerazione che supporta quanto dimostrato in termini rigorosi dalla letteratura teorica, ovverossia che la capitalizzazione di mercato, da considerarsi come misura espressiva della dimensione dell'impresa societaria e quindi della maturità della quotazione, è un fattore discriminante che incide sulla scelta d'impiego di meccanismi di rafforzamento del controllo. Ebbene, lo studio indica che le azioni a voto multiplo erano all'epoca ampiamente utilizzate dalle maggiori società quotate di diversi Paesi, in particolare: nella misura del 25% in Danimarca, di oltre il 50% in Francia, del 42% in Olanda, del 20% in Polonia e di oltre il 75% in Svezia. In sostanza, tali risultanze evidenziano un generale utilizzo di meccanismi di rafforzamento del controllo - in particolare, di azioni a voto plurimo - nell'Unione Europea, con differenti percentuali di diffusione da un ordinamento nazionale all'altro. In aggiunta, è opportuno riportare un interessante dato che è emerso dallo studio in esame e che sarà utile in seguito: le società operanti nei paesi che all'epoca non consentivano l'emissione di azioni a voto multiplo – tra i quali, quindi, anche l'Italia – facevano ampio ricorso a strumenti di rafforzamento del controllo analoghi ma meno trasparenti quali i gruppi piramidali e le partecipazioni incrociate: anch'essi, infatti, consentono di controllare una quota di diritti di voto superiore a quella dei diritti patrimoniali.

I dati sin qui riportati consentono non solo di supportare quanto evidenziato dalla vasta letteratura teorica che si è occupata delle determinanti dei *Control Enhancing Mechanisms* – ossia che la loro adozione dipenda da molteplici fattori – ma anche di introdurre un'ulteriore considerazione: la messa a disposizione da parte dell'ordinamento giuridico di una vasta gamma di deviazioni dal principio “un'azione, un voto” è un presupposto necessario ma non sufficiente alla concreta utilizzazione di tali strumenti da parte delle imprese. Ogni società, infatti, costruisce la propria struttura partecipativa conformemente alla specifica realtà che la caratterizza. Gli strumenti concretamente utilizzati dipendono quindi solo in parte dall'ampiezza dell'insieme degli istituti ammessi dall'ordinamento, giocando un ruolo importante anche ulteriori fattori, ovverossia quelli che si sono messi in luce nei precedenti paragrafi e altri ancora, come ad esempio le pratiche di mercato maggiormente rilevanti all'interno del proprio ambiente economico di riferimento e le aspettative dei degli investitori operanti sul proprio mercato³¹⁷.

Ben differenti dagli studi poc'anzi sintetizzati sono quelli appartenenti alla seconda e alla terza delle tre macro-categorie sopra citate, i quali si basano su metodologie di analisi che prevedono l'utilizzo di modelli econometrici. Ebbene il primo di questi due approcci – quello cioè sulle determinanti dell'utilizzo di strumenti di separazione tra proprietà e controllo – mette proprio in evidenza e rafforza quanto già dimostrato da un punto di vista microeconomico e macroeconomico dalla letteratura teorica: le imprese ricorrono all'utilizzo di strutture di diritti di voto non proporzionali con lo scopo di rafforzare la posizione di controllo dell'azionista di riferimento ovvero, nel caso di

³¹⁷ FERRARINI G., “Un'azione - un voto”: un principio europeo?” in *Rivista delle Società*, 2006, p. 24 e ss.

società a proprietà dispersa, dei top-manager che partecipano al capitale sociale³¹⁸. A supporto di tali considerazioni, alcuni studi empirici hanno anche indagato i volumi di scambio delle azioni a voto potenziato, specie con riferimento alla figura delle azioni a voto plurimo³¹⁹, evidenziando che tale tipologia di azioni risulta in genere meno scambiata sul mercato delle altre categorie parimenti ammesse a quotazione, ciò significando che esse tendono ad essere immobilizzate con l'obiettivo di mantenere il controllo della società emittente³²⁰. Ancora, l'evidenza empirica individua la presenza di correlazioni significative tra l'utilizzo delle *super voting shares* e determinate caratteristiche della struttura proprietaria dell'impresa societaria. In particolare, viene messo in luce come l'utilizzo dello strumento *de quo* sia più diffuso tra quelle società caratterizzate dalla presenza di un controllo di tipo familiare a dimostrazione di due delle principali determinanti dell'introduzione delle suddette deviazioni dal principio "un'azione, un voto": la volontà dell'azionista di riferimento di estrarre i maggiori benefici privati del controllo che caratterizzano tali realtà; la volontà dell'azionista di riferimento di reperire capitale nell'ottica di finanziare investimenti efficienti senza tuttavia perdere il controllo della società³²¹.

Il terzo ed ultimo dei tre approcci d'indagine citati assume particolare rilevanza ai fini del presente lavoro di tesi, poiché in sede introduttiva, come si ricorderà, ci si è posti proprio l'obiettivo di analizzare empiricamente l'impatto della maggiorazione del diritto di voto sui corsi azionari delle società italiane che tale strumento hanno introdotto. Orbene, tali studi hanno indagato la relazione tra deviazioni dalla regola di proporzionalità e "valore dell'impresa" in diversi modi e secondo diversi approcci. Essi si differenziano, infatti, non solo per il modello di valutazione concretamente adottato, ma anche per la scelta concernente gli indicatori da utilizzare come misure rappresentative del valore dell'impresa. In particolare, i lavori più importanti si sono concentrati sull'effetto dell'introduzione o soppressione delle azioni a voto potenziato su variabili quali il valore economico della società – calcolato in genere con la *q* di Tobin³²² o utilizzando il *Market to Book ratio* (ossia il rapporto tra il valore economico del patrimonio netto e il suo valore contabile) nell'ambito del Metodo dei multipli di mercato – i prezzi di mercato delle azioni e il correlato tasso di remunerazione o la volatilità dei prezzi delle azioni medesime.

Invero, all'interno di questo terzo macro-settore si può operare una distinzione ulteriore, evidenziando che mentre gli studi che analizzano gli effetti dell'introduzione di azioni a voto

³¹⁸Cfr. DE ANGELO, H. & DE ANGELO, L., 1985. "Managerial Ownership Of Voting Rights. A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock" in *Journal of Financial Economics*, 14, pp.33-69.

³¹⁹La maggiorazione del diritto di voto, infatti, verrebbe meno in caso di cessione del titolo ad essa collegato.

³²⁰Cfr. GOMPERS P., ISHII J., METRICK A., 2010. "Extreme Governance: An Analysis of Dual Class Firms in the United States", in *Review of Financial Studies*, 23, pp.1051-1088.

³²¹ Cfr., per tutti, AMOKAO B., SMITH B. F., 2001. "Dual class firms: Capitalization, ownership structure and recapitalization back into single class" in *Journal of Banking & Finance*, 25, pp. 1083-1111.

³²² Villalonga e Amit dimostrano che le società che non deviano dalla regola "one share, one vote" hanno un valore di mercato più elevato, misurato come *Tobin q*, evidenziando che gli investitori e il mercato premiano società con strutture di capitale più semplici. Cfr. VILLALONGA B. & AMIT R. H., "How do family ownership, control and management affect firm value?", in *Journal of Financial Economics*, vol. 80, 2006, pp. 385-417.

potenziato sui prezzi di borsa non giungono a conclusioni univoche³²³, quelli che hanno indagato l'impatto di tale introduzione sul valore economico dell'impresa societaria concordano tendenzialmente sull'esistenza di un effetto negativo, motivando ciò con l'acuirsi dei problemi di agenzia del secondo tipo, ossia i conflitti di interesse tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza³²⁴.

Alla luce delle risultanze tendenzialmente concordi di quest'ultimo filone di studi, ci si chiede, di nuovo, se sia possibile affermare che, in assoluto, le azioni a voto potenziato debbano essere riguardate come un fenomeno negativo e che, conseguentemente, il riconoscimento della loro legittimità da un punto di vista normativo debba essere considerato come un "errore". Si è visto peraltro come la letteratura teorica abbia messo in luce non solo le conseguenze negative, ma anche le conseguenze positive che possono scaturire dall'adozione di strutture di voto non proporzionali. Ciò soltanto potrebbe bastare per rispondere negativamente al quesito appena formulato, escludendo qualsiasi giudizio di assolutezza. Qualora ciò fosse ritenuto insufficiente, si potrebbe aggiungere che gli studi empirici citati presentano dei punti di debolezza così sintetizzabili: da un lato, il "peso" della tendenziale concordanza sull'esistenza di un effetto negativo delle azioni a voto potenziato sul valore dell'impresa è minato dal fatto che solo alcuni di questi studi abbiano rilevato tale effetto in maniera "statisticamente significativa"; dall'altro lato, tali studi soffrono di diversi problemi connessi a una cattiva specificazione del modello, all'endogeneità dei dati (c.d. *reverse causality*) e alle distorsioni collegate all'utilizzo di dati relativi a paesi e periodi differenti³²⁵. Queste considerazioni, evidenziando un problema di inaffidabilità dei risultati, consentono di rimarcare quanto precedentemente affermato: la valutazione circa l'impatto dell'introduzione delle azioni a voto potenziato deve essere relativizzata rispetto al contesto di riferimento della specifica realtà societaria e alle numerose altre variabili che possono influenzare il risultato finale.

Volendo a questo punto formulare un giudizio complessivo sulle risultanze evidenziate dalle indagini empiriche che hanno indagato l'impatto delle azioni a voto potenziato sul valore della società, si può concludere che esse sono giunte a risultati contrastanti, rilevando l'emergere di effetti positivi alcune e negativi altre e giustificando tali risultati enfatizzando, rispettivamente, i vantaggi e gli svantaggi delle *super voting shares* evidenziati dalla letteratura teorica. È opportuno a questo punto trarre delle conclusioni poiché dalle argomentazioni dei diversi contributi teorici ed empirici che si è avuto modo di analizzare emergono numerose e importanti considerazioni. In primo luogo, e in estrema sintesi, emerge che la desiderabilità del principio "un'azione, un voto" rispetto a

³²³ Dimitrov e Jain esaminano 178 operazioni di emissione di azioni a voto multiplo tra il 1979 e il 1998 avvenute negli USA, concludendo che l'utilizzo di tale strumento, determinando "positive abnormal returns" genera un effetto positivo sul rendimento e, quindi, sul valore delle azioni. Cfr. 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.

³²⁴ Cfr., per tutti, GOMPERS P., ISHII J., METRICK A., 2010. "Extreme Governance: An Analysis of Dual Class Firms in the United States", in *Review of Financial Studies*, 23, pp. 1051-1088;

³²⁵ Cfr. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCiano *La deviazione dal principio "un'azione-un voto" e le azioni a voto multiplo* in "Quaderni giuridici Consob", n. 5, gennaio 2014, p. 490, nota 36.

strutture di voto alternative non ha trovato sostegno univoco nella letteratura economica. Da un lato, essa conferma che la regola proporzionale massimizza gli incentivi dell'azionista principale ad accrescere il valore dell'impresa e può aumentare la contendibilità del controllo. Dall'altro, essa evidenzia anche come l'obbligatorietà del principio di proporzionalità possa: i) scoraggiare la quotazione delle imprese; ii) disincentivare l'acquisizione di una posizione di controllo nella società, con effetti negativi sul valore sociale in un'ottica di lungo periodo; iii) in certe condizioni, scoraggiare trasferimenti del controllo potenzialmente efficienti; (iv) spingere le imprese a ricorrere ad altri strumenti di rafforzamento del controllo, tendenzialmente più opachi, quali fitte reti di partecipazioni incrociate e gruppi piramidali.

In secondo luogo, è emersa l'estrema importanza di tenere in considerazione - per comprendere a fondo la *ratio* di determinate strutture partecipative predisposte dalle imprese - non solo l'ambiente specifico della società in questione, bensì anche il generale contesto socio-economico all'interno del quale essa svolge la propria attività, la tradizione legislativa e culturale del Paese di riferimento e i tratti peculiari dell'ordinamento giuridico che ne regola l'operatività. In effetti, senza l'approfondimento di questi elementi appare impossibile indagare in maniera completa ed esaustiva da un lato, le prassi di utilizzo dei meccanismi di correlazione dei diritti sociali in generale, e delle azioni a voto potenziato in particolare, nelle singole giurisdizioni nazionali, e dall'altro, l'impatto degli stessi sulla governance societaria e, per quel che qui interessa, sulla sfera economico-giuridica delle minoranze azionarie.

3.1.4. Alcune evidenze dal caso italiano: assetti proprietari, mercato del controllo societario e ricorso ai CEMs.

Si rende allora necessario contestualizzare le considerazioni di natura economica sopra esposte nell'ambito della realtà societaria italiana, potendosi solo in tal modo valutare la reale necessità dell'intervento normativo operato dal legislatore della "mini-riforma" e gli effetti dell'eventuale introduzione delle azioni a voto plurimo o della maggiorazione del diritto di voto. L'analisi non può che partire, allora, dall'approfondimento della configurazione tendenzialmente assunta nel contesto domestico da quei meccanismi che abbiamo individuato come responsabili della funzione di governo economico – ossia, in *primis*, gli assetti proprietari e il mercato per il controllo societario – per indagare i quali è necessario richiamare le conclusioni cui sono giunti i numerosi studi condotti a partire dai primi anni '90 sui differenti modelli di capitalismo³²⁶. Tali studi considerano l'Italia, insieme a Francia, Spagna, Grecia e Portogallo, all'interno del gruppo di paesi che compone il c.d. *modello capitalistico latino*, caratterizzato dalla presenza di un azionista di controllo, forti legami tra le imprese e uno scarso ruolo del mercato dei capitali³²⁷.

In tema di assetti proprietari si può evidenziare che la struttura azionaria delle grandi imprese del modello latino tende ad essere notevolmente concentrata, con differenze notevoli tra la quota azionaria di partecipazione del primo azionista, generalmente tale da garantirgli il controllo di diritto, e le quote detenute dal secondo e dal terzo azionista che risultano essere significativamente inferiori. Entrando nel dettaglio del modello italiano, diversi sono stati gli studi in tema di assetti proprietari condotti sia a livello generale, prendendo cioè in considerazione le imprese italiane indipendentemente dalla forma societaria prescelta, sia con specifico riferimento alla realtà delle società quotate. A livello generale, l'impresa che storicamente più rappresenta il modello capitalistico italiano è la piccola-media impresa familiare, caratterizzata dall'adozione delle forme societarie più semplici e da una diffusa sovrapposizione tra il ruolo di imprenditore ed il ruolo di manager, con un conseguente basso grado di separazione tra proprietà e controllo. A fianco a tale realtà economica, sono presenti poche grandi imprese a proprietà molto concentrata con prevalenza, anche qui, di una gestione e di un controllo di stampo familiare. A supporto di tali considerazioni, si possono richiamare brevemente le risultanze di diverse indagini condotte da Banca d'Italia tra il 1993 e il 2003 che, prendendo a riferimento campioni di imprese estremamente numerosi (fino anche a ricomprendere 1900 realtà), consentono di evidenziare una corrispondenza tra il grado di mutamento degli assetti proprietari e del controllo delle società italiane non quotate effettivamente riscontrato nel corso di quel periodo e le attese circa la discontinuità nei modelli di controllo delle medesime, attese che erano quelle di cambiamenti estremamente limitati. Con specifico riferimento alle s.p.a non quotate il grado di concentrazione della proprietà è stato indagato analizzando la

³²⁶ Aggiungere domani mattina i differenti modelli di capitalismo

³²⁷ Cfr. A. ZATTONI, "Corporate Governance", 2015, Egea, p. 224.

dimensione della quota di partecipazione al capitale detenuta dal primo azionista: nel 2003 essa si assestava ad un valore medio compreso tra il 52% e il 64,7% del capitale, a seconda del campione analizzato. In ogni caso, essa era sufficiente a garantire al primo azionista il controllo di diritto della società. Ad ulteriore conferma dell'estrema concentrazione proprietaria, gli studi citati hanno indagato anche la quota di partecipazione azionaria cumulata dei primi tre azionisti, verificando che essi detenevano nel 2003 tra il 95% ed il 100% del capitale, mentre nessun azionista principale deteneva una quota inferiore al 5% del capitale, a dimostrazione della scarsissima presenza – quasi nulla – di sistemi ad azionariato diffuso (c.d. *public companies*). L'indagine richiamata non si è qui fermata poiché ha indagato anche la tipologia dei soggetti proprietari tenendo in considerazione anche le fattispecie di controllo indiretto, in tal modo evidenziando la netta predominanza all'interno del campione più ampio – quello composto cioè da 1900 imprese – del possesso da parte di persone fisiche (65%), cioè famiglie imprenditoriali, seguito da quello delle holding dei gruppi societari (13%)³²⁸. Si riporta di seguito un grafico che evidenzia il trend evolutivo tendenzialmente stabile manifestatosi in quegli anni (**Figura 2**).

Figura 2. Distribuzione delle imprese secondo la dimensione della prima quota di proprietà (valori percentuali)

Dimensione della prima quota	Classe dimensionale dell'impresa (numero di addetti) ⁽¹⁾							
	20-49		50-199		200-499		Totale	
	1993	2003	1993	2003	1993	2003	1993	2003
5 - <50	45,1	38,3	37,4	38,5	40,4	41,4	40,6	39,1
50	17,1	17,6	11,8	10,6	4,8	13,8	12,2	13,3
>50-<100	36,6	38,3	47,1	42,6	31,0	34,5	39,6	39,7
100	1,2	5,8	3,7	8,3	23,8	10,3	7,6	7,9
Totale n. imprese	100,0 (82)	100,0 (120)	100,0 (136)	100,0 (216)	100,0 (42)	100,0 (58)	100,0 (288)	100,0 (468)
Media							55,4	52,0
Mediana							50,0	50,0

Origine: Invind (1993), Invind (2003). – (1) Valori riproporzionati per tenere conto del diverso grado di copertura del campione al variare della classe dimensionale

I dati sin qui riportati si fermano agli inizi del XXI secolo, facendo così sorgere il quesito se qualcosa sia cambiato da quegli anni ad oggi. Ebbene anche negli anni successivi la situazione si è mantenuta tendenzialmente stabile, forse anche in dipendenza della crisi finanziaria che ha colpito il

³²⁸ GIACOMELLI S., TRENTO S., 2005. "Proprietà, controllo e trasferimenti nelle imprese italiane. Cosa è cambiato nel decennio 1993-2003?", Temi di discussione del Servizi Studi, n. 550.

nostro Paese nel 2008 e che è poi sfociata in una crisi economica senza precedenti da cui ancora oggi si fatica ad uscire.

Ancora più interessanti, ai fini del presente lavoro, i dati rivenienti dagli studi empirici condotti sulle società quotate italiane. Si sono già evidenziati il limitato ruolo che il mercato azionario ha tradizionalmente svolto nel sistema economico italiano e il suo sottodimensionamento rispetto ai principali mercati borsistici europei e extraeuropei³²⁹, ma nulla ancora si è detto, salvo qualche limitato cenno, circa i meccanismi di *governance* che prevalgono tra le società quotate. Orbene, sempre in tema di assetti proprietari le società quotate non sfuggono alle considerazioni sin qui fatte con riferimento alle imprese societarie che non hanno accesso ai mercati regolamentati: anche l'assetto proprietario delle società quotate italiane è particolarmente concentrato. I dati Consob indicano infatti che, alla fine del 2015, esse risultano essere controllate (nell'84% dei casi circa) da uno o più azionisti. In particolare, su 234 imprese 115 sono controllate di diritto, ossia con una quota di partecipazione superiore alla metà del capitale ordinario, 52 attraverso partecipazioni inferiori al 50% e 30 attraverso un patto parasociale. Le restanti 37 società sono società "non controllate", termine con cui si è inteso raccogliere tutte le restanti società accomunate dall'assenza della figura di un'azionista di controllo, 15 delle quali sono classificabili come imprese a proprietà dispersa in quanto caratterizzate da un flottante superiore al 70% del capitale ordinario. Facendo riferimento invece all'identità degli azionisti di controllo, i dati raccolti confermano che anche nell'ambito delle società quotate le famiglie ricoprono il ruolo di *ultimate controlling agent* nella maggioranza delle imprese (61%), prevalentemente piccole e medie società industriali. Diversamente, lo Stato è l'azionista di riferimento nelle imprese di maggiori dimensioni operanti nel settore dei servizi³³⁰. Quest'ultimo dato conferma l'incompletezza del processo di privatizzazione cui si è fatto cenno nel primo capitolo che, come si è evidenziato, le azioni a voto potenziato dovrebbero portare, quantomeno secondo le attese del legislatore, a completamento.

L'elevato grado di concentrazione degli assetti proprietari delle imprese italiane può essere spiegato, in termini economici, da due diversi punti di vista, il primo dei quali basa le proprie argomentazioni sull'esistenza di una relazione causale positiva tra dimensione dei benefici privati del controllo e presenza di azionisti di controllo stabili nel tempo. Sulla base di tale approccio, la creazione di posizioni di controllo all'interno di un dato ordinamento avviene non già perché ciò sia efficiente, quanto perché tramite tali posizioni è possibile fruire dei benefici privati; se il valore del controllo – che coincide con il valore dei *private benefits* estraibili dalla società – è sufficientemente elevato, si preferirà sopportare i costi correlati ad una struttura finanziaria fortemente concentrata anziché perderlo³³¹. Coerentemente con tali argomentazioni, le stime compiute sul nostro Paese

³²⁹ Si rimanda al primo capitolo, in particolare alla Figura 1.

³³⁰ Cfr. A. CIAVARELLA, N. LINCiano, R. SIGNORETTI, 2016. "Report on corporate governance of Italian listed companies", p. 3 e ss.

³³¹ Cfr. BEBCHUK, L. A., 1999. "A rent-protection theory of corporate ownership and control", in *NBER Working paper series, Working Paper 7203*, pp. 1-46.

dimostrano come il valore del controllo – inteso, quindi, come valore estraibile dal soggetto titolare dei diritti di controllo – sia particolarmente elevato: più precisamente, qualche anno fa esso corrispondeva al 37% circa del valore del complesso aziendale, mentre in altri Paesi caratterizzati da sistemi di azionariato diffusi si arrivava a risultati molto più bassi, sino al valore minimo dell'1% negli Stati Uniti³³².

Il secondo punto di vista da cui è possibile indagare le ragioni della prevalenza di un controllo familiare nella realtà societaria italiana è quello della c.d. *law and finance*³³³, sulla base del quale si sostiene che sia il contesto giuridico di riferimento ad esercitare un'influenza determinante sulla struttura proprietaria e di governo delle imprese. Gli studiosi di *law and finance* che hanno sviluppato tale approccio, hanno individuato la relazione causale suddetta in funzione di uno studio avente ad oggetto il livello di protezione concesso dalla normativa agli investitori (in capitale di rischio e in capitale di debito) e il livello di efficacia della sua implementazione analizzando la normativa in materia di *corporate governance* in 49 paesi diversi, tra cui anche l'Italia³³⁴. Essi hanno riscontrato che la normativa commerciale varia notevolmente tra i vari ordinamenti giuridici esaminati: nei paesi di *common law* (Gran Bretagna, USA, Canada, Australia, India ecc.) si riscontra il più alto livello di tutela agli investitori; nei paesi di *civil law*³³⁵, specie in quelli di tradizione giuridica francese, tra i quali rientra anche l'Italia, il livello di tutela riconosciuto è il più basso. Inoltre, sono proprio questi ultimi paesi a presentare il valore più basso in termini di efficacia dell'ordinamento giuridico nel far rispettare le norme in esso contenute.

Le evidenze raccolte dal citato studio dimostrano che è proprio nei paesi di *civil law* caratterizzati da un basso livello di protezione legale degli investitori e da una bassa efficacia della giustizia che si riscontra la diffusione di assetti proprietari fortemente concentrati. In sintesi, l'approccio *law and finance* dimostra che è il livello di tutela accordato agli azionisti a guidare il grado di concentrazione della struttura azionaria dell'impresa quotata.

Esso assume rilevanza in questa sede, proprio perché nel misurare il grado di tutela degli azionisti prende come riferimento i diritti agli stessi riconosciuti dall'ordinamento, con particolare riferimento ai diritti di voto. In particolare, più un Paese prevede meccanismi vicini al principio "un'azione, un voto", più gli azionisti sono protetti e, specularmente, maggiori sono le deviazioni dalla regola proporzionale ammesse dall'ordinamento minore è il grado di protezione a questi

³³² Cfr. DICK A. e ZINGALES L., 2004. "Private Benefits of Control: An International Comparison" in *The Journal of Finance*, vol. 59, 2, pp. 537-600.

³³³ Cfr. LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R., 1998. "Law and finance" in *Journal of Political Economy*, 106.

³³⁴ Cfr. LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., 1999. "Corporate Ownership around the world" in *Journal of Finance*, 54, pp. 471-517.

³³⁵ Nella branca dei Paesi di Civil Law, vengono distinte 3 diverse origini: i) francese, derivante dal Code de commerce del 1807 che si è diffuso nei Paesi Bassi, in Spagna e Portogallo e, come si è messo in evidenza, in Italia; ii) tedesca, derivante dal codice di commercio tedesco redatto nel 1887 dopo l'unificazione della Germania che ha influenzato Paesi come l'Austria, la Cecoslovacchia, la Grecia e l'Ungheria; iii) scandinava, diffusasi nei Paesi nordici. Cfr. LA PORTA et al, *op. citata*, 1998.

riconosciuto. Forse, quanto sin qui evidenziato può in parte spiegare perché nonostante i numerosi interventi normativi che si sono susseguiti in Italia dagli ultimi anni del XX secolo con importanti *efforts* in termini di tutela dei diritti delle minoranze azionarie – e si pensi, ad esempio, alla stessa emanazione del Tuf nel 1998, alla riforma delle società di capitali del 2003 e al D.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, che ha dato attuazione alla direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti di società quotate e così via – gli assetti proprietari delle società quotate si siano mantenuti fortemente concentrati³³⁶. L'ampliarsi delle deroghe al principio di proporzionalità potere-rischio riconosciute dall'ordinamento³³⁷ può allora essere visto, basandosi su tale approccio, come una delle tante concause alla mancata evoluzione della realtà delle società quotate italiane verso sistemi di azionariato maggiormente diffusi.

È allora opportuno verificare l'effettivo grado di diffusione dei *control enhancing mechanisms* tra le società quotate italiane, con particolare riguardo a quelli che determinano un effetto leva sui diritti di voto, come i gruppi piramidali, le partecipazioni incrociate, le azioni senza voto e, da ultimo, le azioni a voto potenziato.

I dati Consob sull'utilizzo di meccanismi di separazione tra proprietà e controllo evidenziano un trend decrescente dal 1998 ai giorni nostri. In particolare, a inizio 2016, il 18% delle società quotate – rappresentanti comunque il 56% circa della capitalizzazione di mercato – appartiene a gruppi piramidali a fronte del 38.5% nel 1998, con un decremento del peso in termini di capitalizzazione di borsa passato dal 78% al 60%.

Nello stesso arco temporale, si è contratto anche il numero di società facenti ricorso ad azioni senza diritto di voto (19 società ad inizio 2016, rispetto alle 70 del 1998) rappresentate ormai unicamente da azioni di risparmio. Delle azioni a voto plurimo e maggiorato si è in parte già detto. In aggiunta, è utile in questa sede riportare un prospetto di sintesi estremamente significativo che evidenzia la diffusione del voto plurimo e maggiorato a 2 anni dall'entrata in vigore della “mini-riforma” suddivisi per indici di mercato (**Tabella 3.1**)³³⁸.

³³⁶ Diversi studi empirici condotti a livello nazionale hanno cercato di misurare l'evoluzione del livello qualitativo della regolamentazione, commisurato all'idoneità della stessa a prevenire o gestire i conflitti tra soci di controllo e soci di minoranza. Ad esempio Ivaschenko e Brooks hanno evidenziato una progressiva riduzione del valore del controllo – misurato come differenziale di prezzo tra azioni ordinarie e azioni di risparmio (istituzionalmente senza voto) - nelle società quotate italiane, sceso da un livello superiore al 100% all'inizio degli anni '90, ad una soglia di valore di poco superiore al 20% nel 2007. Cfr. IVASCHENKO I., BROOKS KOEVA P., 2008. “Corporate Governance Reforms in the EU: Do They Matter and How?”, in IMF Working Paper, n. 08/9.

³³⁷ Si fa riferimento alla progressiva erosione del principio “un'azione, un voto” iniziata con il codice civile e culminata con l'intervento del 2014. Sul punto si rimanda al primo capitolo.

³³⁸ La tabella si riferisce a fine giugno 2016. Ad oggi - ossia inizio maggio 2017 – altre 5 società si sono dotate del voto maggiorato, per le quali si rimanda alla **Tabella 1**.

Tabella 3.1 Azioni a voto maggiorato e azioni a voto multiplo nelle società quotate italiane per indice di mercato (fine giugno 2016)

	loyalty shares		azioni a voto plurimo	
	no. di società	% market cap ²	no. di società	% market cap ²
Ftse Mib	1	1.6	-	-
Mid Cap¹	4	17.8	-	-
Star¹	14	15.3	1	1.6
Other	7	12.0	-	-
Totale	26³	4.9	1	0.1

Origine: Consob, “Report on corporate governance of Italian listed companies”, 2016, p. 22, Tab. 1.18. ¹ Le società rientranti sia nell’indice Ftse Italia Mid-Cap sia nel Ftse Italia Star sono state incluse solamente nella categoria Star. ² La percentuale è espressa come rapporto tra il valore di mercato delle azioni ordinarie delle società di ogni gruppo e il valore di mercato delle azioni ordinarie di tutte le società incluse in ciascun indice di mercato. ³ Il totale, essendo aggiornato a fine giugno 2016, non ricomprende le ulteriori 5 società che hanno recentemente introdotto il voto maggiorato - fine Aprile 2017, inizio maggio 2017 – per le quali si rimanda alla **Tabella 1**.

Si può notare come la maggiorazione del voto abbia riscosso senza dubbio un successo relativamente più elevato, poiché solamente una società quotata (Fila – Fabbrica Italiana Lapis ed Affini S.p.A.) si è dotata di azioni a voto plurimo in sede di quotazione, *ex art. 127-sexies* del Tuf. I dati Consob consentono poi di evidenziare - in aggiunta a quanto già si è affermato nei precedenti capitoli circa la natura familiare del controllo caratterizzante tali società³³⁹ - che l’emissione di azioni a voto plurimo o l’introduzione in statuto della maggiorazione del diritto di voto abbia riguardato prevalentemente imprese a non elevata capitalizzazione - la maggior parte delle quali operante nel settore industriale - che rappresentano un numero esiguo se confrontato con il numero complessivo delle società emittenti titoli quotati (circa il 14,04%), ma comunque non irrilevante: se confrontato con le informazioni contenute nella **Tabella 1.1** esso dimostra una crescita, in ragione d’anno, tendenzialmente costante che ingenera, per gli anni a venire, l’aspettativa di entrata di ulteriori società quotate nel novero di quelle “dotate” di voto maggiorato.

Ci si può interrogare, a questo punto, sulle implicazioni che i *trend* evidenziati – quelli cioè relativi all’evoluzione degli assetti proprietari delle società quotate italiane e al grado di utilizzo di meccanismi di rafforzamento del controllo – hanno sul mercato del controllo societario domestico e sulla contendibilità del controllo. Orbene, riprendendo le argomentazioni della dottrina economica precedentemente approfondite, è possibile fare diverse considerazioni. In primo luogo, si può vedere che se da un lato la concentrazione degli assetti proprietari limita la contendibilità del controllo e, per tal via, la piena operatività dell’azione discriminante del mercato come meccanismo in grado di favorire “cambi di controllo efficienti”, dall’altro essa si sostituisce al mercato medesimo come meccanismo di *governance* in grado di eliminare i problemi di agenzia del primo tipo. Secondariamente poi, vanno evidenziati anche gli effetti positivi che assetti proprietari

³³⁹ V. in particolare Capitolo 1, **Tabella 1.1**.

concentrati possono determinare nel caso in cui sia operante il principio “un’azione, un voto”: conformarsi a tale principio rende più probabile il trasferimento del controllo in capo a soggetti in grado di incrementare il *firm value*³⁴⁰. Infine, e conseguentemente, il grado di diffusione sicuramente non irrilevante degli strumenti di rafforzamento del controllo dovrebbe essere considerato come un fattore potenzialmente capace di ridurre ulteriormente la contendibilità del controllo delle imprese societarie italiane. Tuttavia, la progressiva diminuzione del ricorso a deviazioni dal principio anzidetto può aumentare, allora, la possibilità che i trasferimenti del controllo – che in presenza di assetti proprietari concentrati avvengono principalmente tramite negoziazioni bilaterali tra offerente e azionista di controllo – che creano valore siano superiori a quelli che valore distruggono, cercando l’azionista di maggioranza di massimizzare il prezzo di cessione del pacchetto di controllo.

Dal quadro appena delineato emerge che l’interesse che richiede di essere adeguatamente tutelato in un simile contesto, è quello proprio degli azionisti di minoranza con, tuttavia, delle attenzioni che si rendono necessarie e che sono la diretta conseguenza da un lato, delle risultanze degli studi intrapresi dalla letteratura teorica, i quali ha evidenziato l’esistenza non solo di svantaggi, ma anche di vantaggi nel ricorso a strutture di voto non proporzionali, e, dall’altro, della discordanza degli studi empirici che hanno indagato l’impatto delle azioni a voto potenziato sullo *shareholder value* evidenziando a volte un incremento e a volte un decremento – in un’ottica microeconomica - del benessere degli azionisti. Le alterne e opposte valutazioni che hanno accompagnato, e accompagnano tutt’ora, le azioni a voto potenziato evidenziano come non sia possibile assumere una posizione di vertice - favorevole o contraria – sulla loro legittimazione. Esse sembrano consigliare prudenza nel fondare una preferenza legislativa su un particolare criterio di attribuzione del diritto di voto piuttosto che su altri, con ciò intendendosi dire che occorre prestare particolare attenzione non solo nella scelta del criterio generale, inteso come regola di *default*, ma anche e soprattutto nella scelta di vietare in tutto o in parte l’utilizzo di determinati criteri alternativi. Ciò consente sicuramente di giustificare anche da un punto di vista economico – al pari di quanto si è concluso in termini di legittimità giuridica dell’intervento normativo del 2014 – la fondatezza del riconoscimento normativo delle azioni a voto plurimo e maggiorato. Possono trarsi, a questo punto, delle considerazioni generali su svantaggi e vantaggi che tali strumenti possono generare sul governo economico delle società quotate italiane. E allora, sotto il profilo degli svantaggi si evidenzia: la possibilità che le azioni a voto potenziato intensifichino i conflitti tra azionisti di maggioranza e di minoranza immanenti a strutture proprietarie concentrate; la possibilità che la divaricazione tra diritti di voto e patrimoniali accentui i conflitti di interesse in capo all’azionista di controllo, inducendolo ad intraprendere comportamenti opportunistici; la possibilità di un’ulteriore riduzione del grado di contendibilità del controllo delle imprese societarie italiane. Dal lato, invece,

³⁴⁰ Cfr. GROSSMAN, S., HART, O., *op. citata*, 1988.

dei potenziali vantaggi si evidenzia: la possibilità per l'azionista di controllo di diversificare maggiormente il proprio portafoglio; la possibilità di realizzare ricapitalizzazioni efficienti, per finanziare progetti d'investimento a valore aggiunto o per risollevarsi da situazioni di crisi.

3.2. La tutela degli azionisti estranei al controllo: lacune normative e possibili meccanismi risolutivi

3.2.1. La necessità di una rigorosa disciplina: considerazioni generali e forme di tutela.

Il riconoscimento normativo delle azioni a voto plurimo e maggiorato, seppur legittimo e fondato da un punto di vista giuridico ed economico, richiede delle attenzioni particolari poiché, come si è più volte rimarcato, l'esigenza che emerge è quella di evitare che tale riconoscimento avvenga mediante l'introduzione di una disciplina dei due istituti che non sia attenta ai pericoli "oggettivi" che tali strumenti possono determinare qualora introdotti in un contesto di *governance* come quello che caratterizza l'ordinamento italiano; pericoli che, lo si è appena visto, attengono principalmente alla lesione degli interessi delle minoranze azionarie non di controllo e, più in generale ad un inefficiente atteggiarsi dei rapporti tra soci. Occorre, cioè, che l'introduzione delle azioni a voto plurimo e maggiorato sia accompagnata da una disciplina rigorosa, particolarmente attenta a preservare e valorizzare i vantaggi di questi due strumenti e a limitarne gli svantaggi. È allora necessario spostare il punto di vista dell'analisi economica che si è sin qui condotta da quello della generalità a quello della specificità, soffermandosi cioè sull'evidenziazione dei punti di forza e dei punti di debolezza dell'intervento operato dal legislatore della "mini-riforma", con l'obiettivo di fornire una valutazione complessiva sulla qualità dell'intervento medesimo. L'approccio che si sceglie di seguire d'ora in avanti richiede, prima di entrare nel merito delle technicalità normative, alcune ulteriori considerazioni di carattere generale che potrebbero apparire immediate e intuitive, ma che sono sicuramente necessarie ai fini dell'analisi che si sta intraprendendo.

In primo luogo, le possibili interferenze tra azioni a voto potenziato e tutela delle minoranze (o maggioranze, nelle imprese in cui manca un controllo di diritto) non di controllo che si sono in più punti messe in luce, fanno sorgere l'esigenza che di prevedere diritti e poteri idonei a salvaguardare gli azionisti c.d. esterni in qualità di categoria di soggetti "vulnerabili"³⁴¹; diritti e poteri da predisporre in via di autotutela – mediante interventi di autonomia statutaria, legislativi e/o regolamentari – e/o di eterotutela – mediante attribuzione legislativa e/o regolamentare. Sotto questo punto di vista, l'aver previsto a fianco all'eliminazione del divieto di voto plurimo e all'introduzione delle azioni a voto maggiorato una disciplina espressa delle due fattispecie, rappresenta essa stessa già una forma di tutela degli azionisti estranei al controllo. In aggiunta, va rimarcato che questi due istituti, se accompagnati da regole *ad hoc*, possono rappresentare dei meccanismi di *governance trasparenti*, la cui introduzione e il cui utilizzo potrebbero costituire un deterrente al ricorso a quegli altri strumenti sicuramente più "opachi" che si è visto essere diffusi in maniera non irrilevante in Italia – primi tra tutti le partecipazioni a cascata nell'ambito dei cc.dd.

³⁴¹ Cfr. V. CARIELLO "Azioni a voto potenziato, voti plurimi senza azioni e tutela dei soci estranei al controllo", in *Rivista delle Società*, 2015 (1), citazione p. 182.

gruppi piramidali – ciò essendo funzionale a garantire maggior chiarezza nella configurazione degli assetti proprietari interni alla specifica realtà societaria con dei benefici in termini di maggior consapevolezza o oculatezza degli operatori economici nell'intraprendere decisioni di investimento e, conseguentemente, di efficienza del mercato finanziario. Se questo può essere vero, non manca chi ha fatto notare che voto plurimo e maggiorato, possano, al contrario, favorire il determinarsi di piramidi societarie, poiché utilizzabili, in assenza di limiti specifici, come strumenti propedeutici all'esercizio di attività di direzione e coordinamento, ex art. 2497 del codice civile³⁴².

Premesse queste considerazioni di carattere generale occorre interrogarsi sulla eventuale necessità, alla luce delle norme introdotte con il Decreto competitività, convertito con modificazioni in l. 11 agosto 2014, n. 116, di predisporre dei meccanismi di autotutela e/o eterotutela – ulteriori rispetto a quelli già presenti nel nostro ordinamento – a favore degli *azionisti non di comando*. È utile allora non solo evidenziare quali siano le forme di tutela già previste dall'ordinamento verificandone al contempo l'efficacia in presenza di azioni a voto potenziato, ma anche ripercorrere brevemente le disposizioni ampiamente commentate nel capitolo precedente cercando di rileggerle e interpretarle in un'ottica di tutela *dell'azionista estraneo al controllo*³⁴³, poiché solamente dopo aver evidenziato i punti di forza dell'intervento normativo citato se ne potranno evidenziare le lacune e i correlati meccanismi risolutivi. Orbene, parlando di “forme di tutela già presenti” nell'ordinamento si fa riferimento a particolari istituti e meccanismi già esistenti all'epoca dell'entrata in vigore del Decreto Competitività, ossia: i) la necessità per le società di assumere la deliberazione di modifica statutaria, con le maggioranze rafforzate previste per l'assemblea straordinaria (ex artt. 2368 e 2369, cod. civ.); ii) il diritto di opzione ex art. 2441, c.c., in caso di emissione di nuove azioni a voto plurimo; iii) i c.d. diritti della minoranza (o *poteri di autotutela*) ossia il diritto di richiedere la convocazione dell'assemblea (ex art. 2367, comma 1, c.c.) o di ottenerne il rinvio (ex art. 2374, c.c.), il diritto di impugnare le deliberazioni assembleari invalide (ex art. 2377, c.c.), il diritto di intraprendere l'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori (ex art. 2393-bis, c.c.), il diritto di ottenere che il collegio sindacale indaghi su fatti censurabili (ex art. 2408, c.c.), il diritto di denuncia al tribunale (ex art. 2409, c.c.) e - con riferimento esclusivo alle società quotate - il diritto di integrazione dell'ordine del giorno e di presentazione di nuove proposte in assemblea (ex art. 126-bis, Tuf) e, infine, il diritto di porre domande prima dell'assemblea stessa (ex art. 127-ter, Tuf)³⁴⁴. Ci si chiede, allora, se simili forme di tutela operino anche in relazione a fattispecie

³⁴² Cfr. L. ZINGALES, “Quel voto plurimo così opaco” in *Il Sole 24 ORE*, 1 agosto 2014; ID., “Il voto plurimo favorisce le piramidi” in *Il Sole 24 ORE*, 5 agosto 2014.

³⁴³ Essendosi già evidenziata, nel secondo capitolo, la *ratio* di protezione degli interessi delle minoranze azionarie di alcune specifiche disposizioni, per queste ci si limiterà ad un semplice richiamo, rimandando per l'approfondimento a quanto specificato *supra*.

³⁴⁴ Per un approfondimento di tali strumenti di tutela e per un'analisi della reale efficacia degli stessi per tutelare gli azionisti di minoranza in presenza di rilevanti costi informativi e di coordinamento tra piccoli azionisti, cfr., per tutti, F. CHIAPPETTA, “Diritto del governo societario, la nuova corporate governance delle società quotate”, III edizione, 2013, p. 286 e ss.

societarie che vedono la presenza di azioni a voto potenziato. Orbene, si è già visto, dibattendo di modalità introduttive dei due istituti, che cautele particolari sono state previste dal legislatore in tema di *quorum* assembleari con specifico riferimento al voto plurimo, mediante un innalzamento dei *quorum* medesimi per le società preesistenti all'entrata in vigore del Decreto Competitività. Si è anche fatto notare, tuttavia, come l'aver scelto di commisurare in prima convocazione il *quorum* deliberativo al "capitale rappresentato in assemblea" possa determinare delle situazioni di indebolimento della tutela degli azionisti non di comando rispetto al caso di applicazione del regime "ordinario". Relativamente alle azioni a voto maggiorato, invece, la previsione di una "finestra temporale" di maggioranza semplice per l'introduzione della relativa clausola statutaria ha rappresentato un forte svuotamento di tale strumento di tutela, compensato, tuttavia, dalla breve durata della finestra medesima, dalla mancata proroga del regime temporaneo, e dallo scarso ricorso a tale regime agevolato da parte delle società quotate. Mentre in tema di diritto d'opzione, è sufficiente rimandare a quanto già ampiamente approfondito nel precedente capitolo, un'ultima considerazione, merita la questione dell'operatività dei diritti e poteri delle *minoranze (o maggioranze) azionarie non di controllo*. È opportuno, infatti, rimarcare le interferenze tra i due nuovi istituti e i c.d. diritti di *voice*, ossia proprio di quei diritti che costituiscono lo strumento mediante il quale il legislatore tutela gli interessi degli azionisti estranei al gruppo di comando. Si fa riferimento, come sopra accennato, a dei *poteri di autotutela*, poteri esercitabili dal socio che però ineriscono non già alla singola azione³⁴⁵, bensì al possesso di percentuali qualificate di capitale sociale, predeterminate dalla legge o, là dove consentito, dallo statuto sociale. Si ricorderà che, mentre per l'ipotesi della maggiorazione del diritto di voto il legislatore ha opportunamente previsto che "*la maggiorazione non ha effetto sui diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale*"³⁴⁶, per le azioni a voto plurimo manca un'analogha disposizione, manchevolezza tuttavia poco rilevante poiché, è opportuno rimarcarlo, colmabile sul piano interpretativo. Infatti, le diverse norme disciplinanti i poteri sopra elencati richiedono che la percentuale di partecipazione debba essere calcolata con riferimento al capitale sociale, non lasciando così spazio ad alcun dubbio.

Prendendo invece in considerazione le nuove disposizioni introdotte con specifico riferimento alle azioni a voto potenziato, il primo elemento positivo che viene in evidenza attiene alla disciplina precedentemente definita del "contenuto" delle azioni a voto plurimo e maggiorato. In particolare, si è visto come tali norme prevedano un limite al potenziamento del voto, rispettivamente pari a tre e a due voti per azione. La fissazione di un limite massimo di voti emerge come misura funzionale non solo a scongiurare il rischio che il socio "beneficiario" del potenziamento del voto sia in grado di controllare la società nonostante una partecipazione esigua al capitale sociale ovvero di esercitare

³⁴⁵ Con l'eccezione del diritto di porre domande prima dell'assemblea che è una prerogativa spettante a ciascun socio dotato di diritto di voto nell'assemblea medesima. V. art. 127, primo comma, del Tuf.

³⁴⁶ Ex art. 127-quinquies, comma 8, ultimo periodo, Tuf.

un potere di influenza eccessivamente sproporzionato rispetto all'investimento effettuato³⁴⁷, bensì anche a risolvere il conflitto che sorge tra singoli soci votanti, ossia quello che vede contrapposti i soci dotati di voto potenziato e i soci dotati di voto singolo. Pertanto, la previsione di tale limite può essere interpretata anche nel senso di evitare un'eccessiva "depressione" del potere di incidere sulla formazione della volontà sociale per il socio titolare di azioni ordinarie.

Meritano, infine, di essere richiamate quelle disposizioni in tema di Opa obbligatoria che riconoscono la rilevanza delle fattispecie del potenziamento del voto ai fini del calcolo delle soglie rilevanti superate le quali insorge l'obbligo di lanciare un'offerta e, al contempo, le ulteriori disposizioni che prevedono la rilevanza delle medesime fattispecie in tema di "Assetti proprietari", essendo i diritti di voto incrementali computati nel calcolo delle soglie di partecipazione oltrepassate le quali insorgono gli obblighi di comunicazione funzionali alla trasparenza degli assetti di potere interni alle società quotate. Essendo la previsione di tali obblighi funzionale alla tutela degli azionisti non di comando – attuali in merito alla disciplina dell'Opa obbligatoria, attuali e potenziali in merito a quella degli "Assetti proprietari" – non può che apprezzarsi in maniera positiva l'intervento modificativo del legislatore da un lato, e, per quanto riguarda il regolamento emittenti, della Consob dall'altro. In particolare, vista la possibilità che il numero complessivo dei diritti di voto possa subire continue oscillazioni in aumento o in diminuzione per effetto della maturazione o della perdita di voti maggiorati o per l'emissione di azioni a voto plurimo, possono essere considerate particolarmente positive le modifiche al regolamento emittenti operate dalla Consob che, proprio ai fini della trasparenza degli assetti proprietari, hanno introdotto un obbligo di comunicazione dell'ammontare complessivo dei diritti di voto e hanno individuato precisi termini per l'effettuazione di tale comunicazione. In particolare, ai sensi dell'art. 85-bis, comma 4-bis del RE, l'emittente il cui statuto prevede la maggiorazione del voto ovvero l'emissione di azioni a voto plurimo, effettua tale comunicazione entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese di calendario durante il quale ha accertato un aumento o una diminuzione dell'ammontare complessivo dei diritti di voto. La comunicazione deve essere quindi effettuata su base mensile, in presenza di variazioni sul numero dei diritti di voto. Inoltre, è stato opportunamente specificato che nel caso in cui la maggiorazione del diritto di voto o la rinuncia alla medesima comportino il superamento delle soglie previste dalla disciplina delle "partecipazioni rilevanti", le comunicazioni di tali variazioni devono essere effettuate senza indugio *"e comunque entro quattro giorni di negoziazione dalla conoscenza della successiva comunicazione del numero complessivo dei diritti di voto ai sensi dell'art. 85-bis, comma 4-bis"* del RE³⁴⁸. Tali nuove disposizioni consentono di garantire un tempestivo aggiornamento circa le reali condizioni dei rapporti di potere interni alla compagine

³⁴⁷ Situazione che porterebbe, in sostanza, all' "annullamento" dell'assemblea. Cfr. V. CARIELLO, op. citata, p. 183, nota 63.

³⁴⁸ Ex art. 121, comma 1-bis, del RE.

societaria, con benefici in termini di trasparenza informativa del mercato finanziario, da considerarsi come primo presidio per la tutela degli investitori.

Gli elementi positivi sin qui evidenziati, sembrano tuttavia non rappresentare un contrappeso sufficiente alle mancanze del legislatore; mancanze che attengono non solo ai problemi interpretativi che di volta in volta si sono messi in risalto in sede di analisi della normativa, ma anche alle interferenze e connessioni tra *pericoli “oggettivi”* che le azioni a voto potenziato portano seco e *tutela degli azionisti estranei al controllo*, interferenze che il legislatore ha dimostrato di non tenere pienamente in considerazione non predisponendo un adeguato *set* di tutele in favore dei soci di minoranza e limitandosi in più occasioni a semplici adeguamenti formali. Più precisamente, si sta facendo riferimento alla necessità che la tutela delle minoranze non di comando venga garantita non soltanto dalla disciplina generalmente posta a tutela di tale categoria di soggetti, bensì da concrete scelte normative in termini di disciplina delle azioni a voto potenziato, orientate a prevenire gli effetti distorsivi del principio di proporzionalità potere-rischio che queste azioni possono determinare. Entrando nel dettaglio dell'analisi, la ricognizione delle lacune legislative e dei possibili meccanismi da prevedere in via di autotutela e/o eterotutela può avvenire muovendo alternativamente da due diversi punti di vista:

- sotto un primo profilo, andando le distorsioni al principio di proporzionalità prodotte o producibili da queste azioni a favore del gruppo di controllo, la tutela degli azionisti estranei al controllo potrebbe realizzarsi mediante l'apposizione di limiti o freni al potere di comando riflesso nelle azioni medesime, con l'ulteriore accortezza di non svuotare eccessivamente tale potere, pena la perdita di qualunque attrattiva;
- sotto un secondo profilo, si potrebbe invece pensare di attribuire alle minoranze azionarie diritti e poteri ulteriori rispetto a quelli c.d. di *voice* che più volte si sono richiamati nel momento in cui voto plurimo e maggiorato divengano operanti, anche nell'ottica di ipotizzare - distaccandosi così dalla funzione tipica delle *super voting shares* – l'utilizzo di tali azioni da parte di “specifiche” minoranze.

3.2.2. *Lacune legislative e regolamentari e il ruolo dell'autonomia statutaria.*

Prendendo in considerazione il primo profilo d'indagine, le lacune legislative e regolamentari in tema di tutela e contenimento dei pericoli di pregiudizio al corretto svolgimento dei rapporti tra soci attengono sostanzialmente alla materia dei presupposti, delle condizioni e dei limiti d'emissione da un lato, e di "funzionamento" dei due istituti, dall'altro.

In primo luogo, indagando i presupposti e le condizioni per l'utilizzo dei due strumenti, si ricordano le diversità tra voto plurimo e maggiorazione del voto, quest'ultimo non costituendo una categoria speciale di azioni quanto un semplice beneficio di spettanza del socio fedele che ne abbia fatto richiesta. Ebbene, potendo tutti i soci astrattamente beneficiarne, esso sembrerebbe denotare minori esigenze di tutela rispetto alle azioni a voto plurimo. Se questo è vero in linea teorica, da un punto di vista pratico la necessità di un possesso continuativo ininterrotto per un periodo non inferiore a ventiquattro mesi per la maturazione del beneficio sembra richiedere le medesime attenzioni, posto che le esigenze di tutela che emergono nel contesto italiano riguardano gli *azionisti estranei al controllo*, quegli azionisti, cioè, che raramente tengono immobilizzato il proprio investimento per lunghi periodi. Sotto questo punto di vista, una prima lacuna può essere individuata nel non aver fissato, oltre ad un limite minimo di detenzione, anche un limite massimo (ad esempio pari a 4 anni), lasciando aperta la possibilità di prevedere statutariamente un periodo di possesso talmente ampio da impedire, di fatto, qualsiasi accesso al beneficio del "voto doppio" alla generalità delle minoranze azionarie. In tema di condizioni e limiti di creazione, nulla è stato previsto dal legislatore. Al riguardo, si ricordi la già richiamata assenza di un qualsiasi limite d'emissione di azioni a voto plurimo, analogo a quello previsto dall'art. 2351, cod. civ., per le azioni senza diritto di voto o per le azioni a voto limitato o condizionato e fissato nella misura della metà del capitale sociale. Tale assenza potrebbe determinare, in sostanza, una divaricazione fra diritti di voto e patrimoniali eccessivamente ampia, con possibilità di ampliamento dei quei conflitti d'interesse in capo all'azionista di controllo che possono indurlo a comportamenti opportunistici. Potrebbe insorgere il dubbio circa l'estendibilità della rilevanza di tale lacuna alla realtà delle società quotate, posto che per esse la possibilità di emettere "nuove" azioni a voto plurimo è limitata, come si è ampiamente approfondito, a ipotesi particolari. La soluzione della questione dipende dalla funzione principale cui le azioni a voto plurimo sono asservite: favorire la quotazione delle s.p.a. chiuse. La società che le emettesse ante quotazione e in funzione della stessa – al di fuori di tale ipotesi sembra, infatti, che tali azioni abbiano scarso rilievo pratico vista l'elevata diffusione di realtà caratterizzate già dalla presenza di un controllante di diritto – non incontrerebbe alcun limite d'emissione, potendo anche in tal caso trovarsi in presenza di una divergenza eccessiva tra diritti patrimoniali e amministrativi. Lo stesso potrebbe dirsi per il voto maggiorato, nelle ipotesi in cui esso, per le condizioni stabilite dallo statuto, non sia concretamente accessibile alle minoranze

azionarie³⁴⁹. In secondo luogo e sempre in tema di limiti di creazione, si ricordi come l'ordinamento preveda già da tempo altre tipologie di deviazione dal principio "un'azione, un voto" parimenti trasparenti, quali, su tutte, le azioni istituzionalmente prive del diritto di voto, che consentono – specie se utilizzate in un contesto di *governance* come quello italiano – di raggiungere le medesime finalità sottese all'utilizzo delle azioni a voto plurimo e della maggiorazione del diritto di voto, ossia il rafforzamento del controllo del socio di comando e la cristallizzazione degli assetti proprietari, con tutte le conseguenze che ciò comporta in termini di estensione dei benefici privati e contendibilità del controllo. Il problema, allora, si potrebbe porre proprio in caso di cumulo tra azioni a voto plurimo o maggiorazione del voto e altri strumenti di rafforzamento del controllo, posto che l'intervento normativo del 2014 nulla ha disposto in tale direzione. È sufficiente ricordare l'esempio che si è fatto nel corso del primo capitolo del presente lavoro, nel quale si evidenziava la possibilità di raggiungere, in ipotesi di cumulo tra azioni a voto potenziato e azioni senza voto emesse nella misura massima consentita dal legislatore *ex art.* 2351 del codice civile, il controllo con bassissime aliquote di partecipazione al capitale sociale: in caso di voto maggiorato, con l'attribuzione massima di due voti per azione, si potrebbe detenere il controllo della società mediante un investimento pari a solamente il 20% nel capitale nominale; in ipotesi di azioni a voto plurimo, attributive di 3 voti ciascuna, si potrebbe detenere il controllo mediante un investimento ancora più ridotto, pari al 15% del capitale sociale. Infatti, mantenendo costante il numero delle azioni prive del diritto di voto la percentuale di capitale sociale necessaria per avere il pieno controllo della società si riduce in maniera progressiva in ragione sia del numero di azioni che attribuiscono il voto multiplo, sia del numero di voti a ciascuna di queste spettanti. Sempre in tema di "introduzione" dei due istituti, emergono delle lacune rilevanti a seguito della mancata attribuzione del diritto di recesso, posto che, come si è visto, se da un lato esso è escluso "*per la deliberazione di modifica dello statuto con cui viene prevista la maggiorazione del voto*"³⁵⁰, dall'altro in caso di introduzione delle azioni a voto plurimo successivamente alla nascita della società il legislatore nulla ha disposto. Tale lacuna potrebbe essere colmata sul piano interpretativo, ma, come si è visto, la dottrina è divisa tra coloro i quali sono favorevoli al suo riconoscimento e coloro che invece argomentano il contrario³⁵¹. Tale situazione di incertezza, rappresenta sicuramente un punto di debolezza che dovrebbe allora essere colmato tramite un apposito intervento normativo chiarificatore.

In materia di "funzionamento" del voto plurimo e maggiorato - con ciò intendendo riferirsi all'esercizio dei diritti di voto "incrementali" in assemblea - si può notare che nulla è stato disposto dal legislatore in funzione di tutela delle minoranze, potendosi così usufruire del voto potenziato in qualsiasi deliberazione assembleare, salvo che lo statuto preveda, come possibile, la limitazione

³⁴⁹ Si fa di nuovo riferimento alla previsione di un periodo minimo di possesso eccessivamente lungo.

³⁵⁰ *Ex art.* 127-quinquies, comma 6, Tuf.

³⁵¹ Ritenendosi, come si ricorderà, non applicabile al caso di specie l'art. 2347, comma 1, lett. g), c.c.

dell'efficacia a specifici argomenti posti all'ordine del giorno. Alcune particolari remore sono individuabili, infine, in relazione alla nuova disciplina dell'Opa, nella parte in cui si prevede la sterilizzazione dei voti multipli nel caso in cui sia promossa, appunto, un'offerta pubblica di acquisto o di scambio finalizzata all'acquisizione del controllo (c.d. *breakthrough rule*). Se nel corso del precedente capitolo si è apprezzato in maniera positiva l'aver ricompreso, coerentemente a quanto dettato dalla direttiva Opa 2004/25/CE, la maggiorazione del diritto voto e il voto plurimo tra quelle misure difensive preventive che, in quanto tali, meritano di essere rese inefficaci in determinate fattispecie al fine di preservare la contendibilità del controllo³⁵², è opportuno mettere in evidenza che tale perdita di efficacia sia subordinata all'operatività della *breakthrough rule* medesima, la quale è rimessa, a sua volta, all'autonomia statutaria. Considerando la natura degli assetti proprietari delle società quotate italiane che hanno introdotto voto maggiorato e plurimo, ci si chiede se sarebbe stato più opportuno prevedere la regola di neutralizzazione come regola cogente, piuttosto che come regola rimessa alla libertà statutaria.

Viste le rilevanti mancanze del legislatore in termini di tutela delle minoranze (o maggioranze) non di controllo – mancanze che saranno messe maggiormente in risalto nel paragrafo successivo, analizzando le correlate possibili soluzioni – è possibile constatare l'importanza dell'autonomia statutaria nell'introduzione di regole e meccanismi che siano maggiormente attenti a tale tipologia di interessi, potendo prendere spunto dalle *best practices* rivenienti da Paesi esteri che già da tempo conoscono i due istituti.

³⁵² Per le quali si rimanda al precedente capitolo.

3.2.3. Alcuni possibili meccanismi di autotutela e/o eterotutela degli azionisti estranei al controllo.

Alla luce delle diverse carenze in termini di tutela degli azionisti non di comando poc'anzi individuate, si vuole offrire ora una disamina dei possibili meccanismi che potrebbero essere introdotti in via di eterotutela ovvero, in mancanza e nell'attesa di un intervento del legislatore, di autotutela e che trovano la loro origine sia nell'esperienza di altri ordinamenti che già da tempo ammettono l'utilizzo di azioni a voto potenziato, sia nella dottrina giuridica italiana sviluppatasi in seno al dibattito dei primi decenni del secolo scorso cui si è accennato nel corso del primo capitolo e sia, infine, in quella dottrina più recente sviluppatasi nell'ambito dell'intervento legislativo del 2014³⁵³. Meccanismi la cui introduzione, tuttavia, deve essere valutata con attenzione, soprattutto nell'ottica di una loro possibile combinazione, onde evitare che un eccesso di tutela possa far venir meno alcune delle principali funzioni del voto plurimo e maggiorato.

Un primo meccanismo, come suggerito da qualcuno³⁵⁴, potrebbe essere quello di prevedere una "maggiorazione" della responsabilità dei soci titolari di azioni a voto potenziato, creando in tal modo un regime di responsabilità differenziato in funzione del potere di voto goduto o non goduto dal socio in virtù delle azioni da questo possedute. Incrementando la responsabilità del titolare di azioni a voto potenziato potrebbe limitarsi l'effetto negativo consistente nella "incentivazione di comportamenti opportunistici del socio di controllo", operandosi, di fatto un riavvicinamento al principio di proporzionalità potere-rischio senza tuttavia reintrodurlo del tutto. È chiaro, infatti, che la "maggiorazione" della responsabilità non dovrà sfociare in una responsabilità illimitata, quanto piuttosto in una responsabilità "rafforzata", ma comunque limitata³⁵⁵. Alla luce di ciò qualsiasi dubbio di legittimità di una simile previsione, motivato da ragioni di incoerenza con la natura della "società per azioni" e da una corrosione della linea di confine tra s.p.a. e s.a.p.a., dovrebbe essere accantonato proprio in virtù del fatto che, da un lato, non si introdurrebbe una forma di responsabilità illimitata, e, dall'altro, che in una s.a.p.a. i soci accomandatari sono, appunto, illimitatamente responsabili per le obbligazioni sociali³⁵⁶.

Ulteriori meccanismi da introdurre in sede di autotutela e/o eterotutela sono strettamente connessi a quelle misure di protezione delle minoranze non di controllo già previste dal legislatore della "mini-riforma" ma che, come sopra si è evidenziato, richiedono un miglioramento. In primo luogo, relativamente ai *quorum* assembleari necessari per la previsione in statuto della possibilità di

³⁵³ Cfr., per tutti, S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCiano *La deviazione dal principio "un'azione-un voto" e le azioni a voto multiplo* in "Quaderni giuridici Consob", n. 5, gennaio 2014, p. 539 e ss.

³⁵⁴ V. CARIELLO "Azioni a voto potenziato, voti plurimi senza azioni e tutela dei soci estranei al controllo", in *Rivista delle Società*, 2015 (1) p. 195.

³⁵⁵ Ad esempio, si potrebbe prevedere una responsabilità oggettiva del socio titolare di azioni a voto potenziato, limitata a *k*-volte il valore dell'azione medesima, dove *k* è uguale al numero di voti che quella specifica azione attribuisce. E così, esemplificativamente, in caso di azioni a voto plurimo dotate di 3 voti ciascuna, la responsabilità del socio sarebbe limitata al triplo del valore nominale delle azioni a voto plurimo di cui è titolare più il valore nominale delle azioni ordinarie da lui possedute.

³⁵⁶ Ex art. 2452, primo comma, c.c.

emettere azioni a voto plurimo, è opportuno ricordare la distinzione tra società già esistenti alla data di entrata in vigore delle nuove norme introdotte dal Decreto Competitività e società che vengano costituite successivamente. Solo per le prime il legislatore ha previsto un regime “speciale” consistente in un innalzamento dei *quorum* necessari per l’introduzione successiva di tale tipologia azionaria, richiedendo, in sostanza, come *quorum* deliberativo la maggioranza qualificata dei due terzi del “capitale rappresentato in assemblea” anche in prima convocazione. E allora, si potrebbe prevedere prima di tutto l’estensione a tutte le società per azioni, e non solo a quelle preesistenti all’entrata in vigore del d.l. n. 91 del 2014, della previsione della maggioranza rafforzata dei due terzi del “capitale rappresentato in assemblea”. Non solo, si ricordi anche l’eventualità che il raggiungimento dei due terzi del “capitale rappresentato in assemblea” previsto dal regime “speciale” avvenga con un numero di voti inferiore a quello necessario per il raggiungimento del *quorum* “ordinariamente” previsto della metà più uno del “capitale sociale”³⁵⁷. Ciò potrebbe comportare addirittura una minor tutela delle minoranze rispetto all’ipotesi di applicazione del regime “ordinario”. Sarebbe allora opportuno, coerentemente all’orientamento interpretativo adottato nel presente lavoro, prevedere statutariamente o mediante un intervento legislativo il cumulo del *quorum* “ordinario” e di quello “speciale”³⁵⁸. Tali rafforzamenti dei *quorum*, inoltre, potrebbero essere estesi anche all’ipotesi, specifica di società quotate, di introduzione del voto maggiorato, per il quale manca del tutto un regime “speciale”. In secondo luogo, in tema di *limiti di creazione* di azioni a voto plurimo e maggiorato, potrebbero prevedersi, rispettivamente, limiti analoghi a quello previsto per l’emissione di azioni senza voto e a quello relativo alla maggioranza del dividendo, ossia dei limiti rapportati al capitale sociale dell’emittente: essi sarebbero funzionali a prevenire il verificarsi di ipotesi di eccessiva distorsione del principio di proporzionalità e, conseguentemente, il prodursi degli effetti negativi connessi a strutture di voto non proporzionali. Simili considerazioni, potrebbero essere estese all’ipotesi di cumulo di azioni a voto potenziato e patti parasociali³⁵⁹. Altri meccanismi che potrebbero essere introdotti in sede di autotutela e/o eterotutela, attengono al “funzionamento” dell’organo assembleare in ipotesi di presenza di azioni a voto potenziato. Al riguardo, diverse potrebbero essere le misure da adottare alternativamente, come ad esempio:

- i) la previsione di un limite all’utilizzo del voto plurimo in relazione a determinate delibere dell’assemblea dei soci, con particolare riferimento a quello che più di tutte incide sulla vita della società come quelle, in linea generale, che fanno sorgere il diritto di

³⁵⁷ Si rimanda, per ulteriori approfondimenti, a quanto già riportato al § 2.1.3.

³⁵⁸ Cfr. P. ABBADESSA, “Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina”, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a M. Libertini*, Milano, 2015, p. 6

³⁵⁹ Al riguardo, un autorevole autore conferma come “nessuno è stato capace di dimostrare il supposto rapporto di reciproca esclusione tra azioni a voto potenziato e piramidi societarie” e che sembra prefigurarsi per il futuro “un rinvolgimento dei parasociali (proprio) tra titolari di azioni a voto potenziato” (cfr. V. CARIELLO, op. citata, citazione p. 185).

recesso in capo al socio non consenziente³⁶⁰, o rispetto alle quali siano richieste maggioranze qualificate³⁶¹;

- ii) la previsione di un meccanismo – analogo a quello previsto dalla disciplina delle operazioni con parti correlate per le deliberazioni del consiglio di amministrazione³⁶² – che richieda per la validità della delibere assembleari, sempre con riferimento a quelle aventi maggior impatto sulla vita della società, un’approvazione ulteriore, e implicita, da parte delle minoranze azionarie, ovverossia che contro di esse non abbia votato la maggioranza dei soci titolari di azioni a voto ordinario (c.d. *whitewash*);
- iii) la previsione che il potenziamento del voto non rilevi ai fini del calcolo dei *quorum costitutivi* commisurati al “capitale sociale” piuttosto che al “capitale votante” anche per le azioni a voto maggiorato e non solamente per le azioni a voto plurimo – coerentemente a quanto si è ritenuto valevole per quest’ultimo istituto nel corso dell’analisi normativa precedentemente condotta.

Si è denunciata, precedentemente, una lacuna di non poco conto, concernente l’assenza di un qualsiasi tipo di disposizione finalizzata a disciplinare fattispecie di cumulo tra azioni a voto plurimo o maggiorato e altre deviazioni dal principio “un’azione, un voto” funzionali al rafforzamento del controllo. Al riguardo, sarebbe opportuna l’introduzione di vincoli e limiti al cumulo tra i due nuovi istituti e azioni senza voto o a voto limitato, onde evitare, come più volte rimarcato, una sproporzione eccessiva nel rapporto potere-rischio: si potrebbe prevedere, esemplificativamente, la totale esclusione di un utilizzo cumulativo degli istituti citati, ovvero un innalzamento dei limiti di emissione di azioni senza voto in congiunzione con l’introduzione di limiti analoghi per le azioni a voto potenziato. Si ricordi, inoltre, quanto detto circa il rapporto tra azioni a voto potenziato e catene di controllo piramidali, ossia che le prime potrebbero essere utilizzate non in “sostituzione”, bensì in “cumulazione” con le seconde. Al riguardo, sarebbe opportuno imporre legislativamente dei limiti e delle condizioni ulteriori all’utilizzo di tali azioni da parte di società capogruppo “in guisa di strumento per l’esercizio del potere di direzione e coordinamento”³⁶³. A fianco a tali possibili previsioni, è opportuno evidenziarne una ulteriore, funzionale, però, a evitare gli effetti negativi in termini di contendibilità del trasferimento del controllo delle società quotate italiane che abbiano introdotto tali strumenti. In vigore del regime

³⁶⁰ Tale limitazione, come si ricorderà, può essere introdotta anche in via statutaria mediante l’emissione di azioni a voto plurimo o la previsione della maggiorazione del voto limitate a particolari argomenti.

³⁶¹ Si potrebbe prevedere, ad esempio, che i *quorum* per l’esercizio di alcuni diritti (ad es., nomina di un amministratore di minoranza) siano computati sul totale dei voti delle azioni ordinarie.

³⁶² Il “**Regolamento Operazioni con Parti Correlate**” adottato dalla Consob nel 2010 ha previsto la possibilità di prevedere nelle procedure adottate dalle società quotate per garantire la trasparenza e correttezza di tali operazioni, e previo modifica statutaria, l’introduzione del meccanismo del *whitewash* in base al quale il CdA può approvare le c.d. operazioni di maggiore rilevanza nonostante il parere contrario del comitato degli amministratori indipendenti, purché esso abbia ottenuto l’autorizzazione dell’Assemblea. Cfr. F. CHIAPPETTA, “Diritto del governo societario, *la nuova corporate governance delle società quotate*”, III edizione, 2013, p. 169.

³⁶³ Cfr. V. CARIELLO “Azioni a voto potenziato, voti plurimi senza azioni e tutela dei soci estranei al controllo”, in *Rivista delle Società*, 2015 (1), citazione p. 196.

di *opt-in* per l'operatività della regola di neutralizzazione, potrebbe verificarsi l'ipotesi per cui le nuove modifiche all'art. 104-bis del Tuf non trovino applicazione: ciò avverrebbe, appunto, in assenza di una clausola statutaria che renda applicabile la regola di sterilizzazione prevista dal citato articolo. Orbene, se il rimettere l'operatività di tale regola ad una clausola statutaria *ad hoc* poteva in passato sembrare non così lesivo degli interessi degli azionisti estranei al controllo, nel nuovo, mutato contesto potrebbe essere opportuno rivedere ulteriormente la norma citata prevedendo la cogenza della regola suddetta, seppur limitatamente alla sterilizzazione dei voti multipli, onde evitare eccessi di tutela³⁶⁴. Possono essere richiamati, infine, ulteriori meccanismi, alcuni dei quali attribuiscono in maniera diretta poteri e diritti alle minoranze e altri che, invece, sono volti a evitare eccessi di potere da parte degli azionisti di controllo. Si potrebbe ad esempio prevedere la possibilità che sia resa obbligatoria l'attribuzione, in presenza di azioni a voto potenziato, di un privilegio di natura patrimoniale alle azioni a voto ordinario per compensare forfettariamente le perdite subite dai titolari di queste a seguito di abusi della maggioranza, abusi che potrebbero essere contrastati, inoltre, prevedendo delle sanzioni del tipo di quelle previste in tema di c.d. *partecipazioni incrociate*. Si potrebbe prevedere, cioè, una cessazione temporanea o definitiva dell'incremento quantitativo di voto proprio di ciascuna azione a voto plurimo o maggiorato, nell'ottica di prevenire tali abusi e, contemporaneamente, impedire che se ne verifichino di nuovi³⁶⁵. Tale previsione sarebbe motivata da quanto precedentemente appreso: il caso di deviazioni dalla regola "un'azione, un voto" di natura incrementativa, accentua più di altri ed in maniera più evidente i limiti del principio maggioritario. L'ipotesi di cessazione definitiva del potenziamento dei diritti di voto appena prospettata, si colloca nella categoria delle cc.dd. *sunset clauses*, che, allora, potrebbero essere individuate come misura - da prevedere preferibilmente in via statutaria - in grado di tutelare gli azionisti non di controllo, nel senso che si potrebbe prevedere *l'obbligo di convertire le azioni a voto plurimo in azioni ordinarie* oppure *la cessazione del beneficio della maggiorazione del diritto di voto* subordinatamente al venir meno delle ragioni economiche che ne hanno motivato l'introduzione - purché queste siano oggettivamente individuabili - tra le quali potrebbero allora ipotizzarsi: la cessione del pacchetto di controllo (limitatamente all'ipotesi di voto plurimo poiché il beneficio del voto maggiorato viene meno in ipotesi, appunto, di cessione); la morte del socio fondatore titolare di azioni a voto plurimo o maggiorato (in tal caso l'art. 127-

³⁶⁴ Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCiano "La deviazione dal principio "un'azione, un voto" e le azioni a voto multiplo", 2014, p. 541.

³⁶⁵ Tale proposta si colloca in una linea di continuità con le teorizzazioni della c.d. New Governance, la quale, provando a elaborare strategie future di *shareholder cultivation*, indica la sospensione dei diritti di voto "*for the extreme case where shareholders abuse their status quo shareholders*" [per le quali, Cfr. T.C. BELINFANTI, 2014. "Shareholder Cultivation and New Governance" in *Delaware Journal of Corporation Law*, 789 ss.], e trova la sua origine nei dibattiti interni alla dottrina giuridica italiana degli inizi del XX secolo, più volte richiamati. In particolare, il giurista Cesare Vivante, nell'ambito del suo progetto di riforma aveva constatato che la clausola che prevede la creazione di azioni a voto multiplo "*non fa che delegare a un gruppo privilegiato di azioni una parte dei suoi poteri, salvo il diritto di riprenderli quando quel gruppo ne abusi*". Cfr. C. VIVANTE, 1925. "I progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime" in *Rivista di diritto commerciale*, 1925, I, p. 464.

quinquies del Tuf, come si ricorderà, prevede la “conservazione” del beneficio della maggiorazione del voto, salvo diversa clausola statutaria); il decorrere di un certo periodo di tempo³⁶⁶; il raggiungimento di performance reddituali inferiori a valori *target* individuati *ex ante* dall’assemblea³⁶⁷. Dall’esame di tutti i meccanismi sin qui presentati, emerge ancor di più l’importanza, nell’attesa di un nuovo intervento del legislatore sulla materia, del ruolo dell’autonomia statutaria nel prevedere misure in grado di migliorare il livello di tutela delle minoranze fornito dal quadro normativo attualmente vigente. Tra l’altro, proprio in tema di “interventi normativi attesi”, si pone un problema non di poca rilevanza, da alcuni autori definito come “problema delle fonti”³⁶⁸, con ciò intendendo fare riferimento alla questione concernente la scelta dello strumento normativo più adatto da utilizzare per implementare ulteriori misure di tutela delle minoranze. Orbene, essendo preferibile adottare alcuni dei meccanismi di tutela sopra evidenziati mediante interventi statutari, emerge che un ruolo fondamentale potrebbe essere svolto dalle fonti normative cc.dd. di “soft law”, quelle fonti, cioè, prive di un’efficacia vincolante diretta. Si fa riferimento ai codici di autoregolamentazione predisposti da società di gestione dei mercati ed associazioni di categoria – *i.e.*, il Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana – basati sul principio del *comply or explain*: le società devono dichiarare se aderiscono ad un codice di autoregolamentazione, oppure motivare le ragioni della mancata adesione³⁶⁹. Tra l’altro, l’esperienza dimostra che l’efficacia dei meccanismi di autoregolamentazione non è affatto “soft” o insignificante, poiché “la quasi totalità delle società italiane con azioni quotate ha dichiarato di aderire formalmente al Codice di autodisciplina”³⁷⁰.

Infine, è opportuno ricordare che si è ipotizzata, nel corso della trattazione, la possibilità di un utilizzo delle azioni a voto potenziato da parte di “specifiche” minoranze, con una modificazione, quindi, della genetica e fisiologica funzione di queste azioni. Utilizzare in maniera “diretta” i due istituti potrebbe garantire meglio di altri diritti il rafforzamento dell’autotutela dei soci non di comando, sia in funzione preventiva di difesa rispetto a condotte abusive dei soci di controllo, sia in funzione “offensiva”, con lo scopo cioè di divenire quantomeno “influenti”, se non “controllanti”. Le “specifiche” minoranze che è possibile immaginare come fruitrici del voto potenziato – in particolare della maggiorazione del diritto di voto posto che essa è teoricamente accessibile a tutti i soci – nelle società quotate, sono essenzialmente, anzi, naturalmente gli *activist shareholders*, tra i

³⁶⁶ Così, ad esempio, è previsto per le azioni a voto multiplo emesse da Groupon, il colosso americano quotato al NYSE, e attribuite ai fondatori, azioni che si convertiranno in ordinarie decorsi 5 anni dall’emissione. Cfr. P. MONTALENTI, 2017 “Impresa, società di capitali, mercati finanziari”, p. 173 ss.

³⁶⁷ Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D’ERAMO, N. LINCiano, op. citata, p. 450, in particolare nota 171.

³⁶⁸ Cfr. M. CAMPOBASSO, “La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall’eterotutela alla società per azioni orizzontale” in *Banca, Borsa e titoli di credito*, 2015, 2, p.155.

³⁶⁹ Ex art. 124-bis del Tuf.

³⁷⁰ Si tratta di 208 società, pari al 92% del totale rappresentato da 227 società quotate al 31 dicembre 2015 le cui relazioni erano disponibili alla data del 15 luglio 2016. Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, Relazione annuale 2016, 4° rapporto sull’applicazione del codice di autodisciplina, p. 18, disponibile sul sito www.borsaitaliana.it

quali spiccano i cc.dd. investitori istituzionali, il cui possibile ruolo merita, a questo punto, uno specifico approfondimento.

3.3. Il ruolo degli investitori istituzionali nella governance italiana: un'ipotesi di utilizzo non-fisiologico di azioni a voto plurimo e maggiorato.

3.3.1. Lo “shareholder activism” e il ruolo degli investitori istituzionali nella governance societaria: quali rapporti con le super voting shares?

Alla luce della seconda prospettiva d'indagine poc'anzi introdotta, occorre comprendere il ruolo che gli investitori istituzionali - in qualità di soggetti che naturalmente assumono la veste di “minoranza interessata” alle dinamiche di governo economico – potrebbero ricoprire se titolari del voto maggiorato o plurimo, in un contesto societario come quello italiano. A tal fine, occorre prima di tutto indagare il significato di due concetti, ossia quello di “attivismo degli azionisti” e, in particolare, di “attivismo degli investitori istituzionali” in relazione ai quali è necessario, di nuovo, fare riferimento alla vastissima letteratura economica di derivazione angloamericana che di tale tema si è occupata.

Parlando di “attivismo degli azionisti” si fa generalmente riferimento ad un certo tipo di atteggiamento di partecipazione alla vita societaria che caratterizza alcuni appartenenti a quella categoria di soggetti precedentemente definita come *outside-investors*, ossia coloro i quali appartengono alla massa dei c.d. *azionisti-investitori*. All'interno di questa categoria, solo apparentemente omogenea, è possibile individuare - in virtù del particolare modello comportamentale che li caratterizza - un particolare sottogruppo di investitori-*outsider*, quello dei c.d. “investitori attivi”, investitori, cioè, che non si conformano al tradizionale atteggiamento degli azionisti estranei al controllo dedito alla semplice decisione circa il se, quando e quanto investire o disinvestire in un determinato titolo azionario (atteggiamento, questo, di tipo “passivo”). Orbene, le caratteristiche che fanno di un azionista un “attivista” possono essere ricavate dalla seguente, generica, definizione di *shareholder activism*: l'attivismo degli azionisti consiste nell'utilizzare la quota azionaria posseduta per influenzare attivamente le politiche e le prassi della società³⁷¹. Si fa riferimento, cioè, ad un atteggiamento di interesse alle dinamiche attinenti alla vita societaria che sfocia in comportamenti proattivi funzionali ad instaurare un'interazione, di natura amichevole o di aperta critica, con l'azionista di controllo e il management. Anche il gruppo degli “investitori attivi” è scomponibile al suo interno in tante diverse tipologie di soggetti tra le quali, per quel che in questa sede interessa, assume rilevanza quella dei c.d. *investitori istituzionali*, ossia di quegli operatori economici che effettuano “istituzionalmente”, appunto, considerevoli investimenti in maniera sistematica e cumulativa, disponendo di ingenti possibilità finanziarie proprie o affidategli da terzi. E allora, sempre attingendo all'ampia letteratura angloamericana – e coerentemente alla generale definizione di attivismo sopra adottata – è possibile definire l'attivismo degli investitori istituzionali come il monitoraggio da parte di questi (ossia di società di gestione di fondi comuni, fondi

³⁷¹ Cfr. SJÖSTRÖM, E. 2008. “Shareholder Activism for Corporate Social Responsibility: What Do We Know?” in *Sustainable Development*, 3, citazione p. 142.

pensione, imprese d'investimento, compagnie di assicurazione e così via) della performance e della gestione delle società partecipate, unito, se necessario, a “*proactive efforts to change firm behaviour or governance rules*”³⁷². Orbene, sulla base delle caratteristiche peculiari di tali soggetti, è facile comprendere perché essi abbiano assunto, e assumano tutt'ora, particolare importanza nei dibattiti sulla *corporate governance*: essi, più di altri *outside-investor*, tendono ad acquisire, per natura, partecipazioni rilevanti nel capitale della società *target*, così superando il problema del *free-riding*, per il quale nessun azionista si sobbarca i costi di monitoraggio del management – ovvero dell'azionista di controllo da cui il management dipende, in ipotesi di assetti proprietari concentrati – nell'attesa e nella speranza che altri compiano quest'azione. La rilevanza, in termini dimensionali, delle partecipazioni che questi soggetti detengono impedisce loro di movimentare liberamente il proprio portafoglio di investimenti: l'esercizio dell'opzione di “exit” – quale rimedio a aspettative di andamenti negativi del corso del titolo – diviene più difficoltoso, poiché “cedere un quantitativo consistente di azioni può deprimere eccessivamente i prezzi di borsa rendendo economicamente non conveniente il disinvestimento e giustificando l'adozione di strategie di dialogo (*voice*), piuttosto che di uscita (*exit*)”³⁷³. Tale considerazione consente di introdurre il tema dei fattori economici e giuridici che influenzano l'attivismo; tema che è funzionale a comprendere il possibile ruolo degli investitori istituzionali nella *corporate governance* italiana alla luce dell'introduzione delle *super voting shares*. Ebbene, per le ragioni sopra esposte pare allora ricoprire un ruolo rilevante, se non anche determinante, la dimensione della partecipazione azionaria. Essa, tuttavia, sembrerebbe essere, alla luce dei diversi studi empirici condotti sul tema, condizione necessaria, ma non sufficiente a che gli investitori istituzionali divengano “attivi”³⁷⁴, essendo rilevanti anche: i) la *strategia d'investimento adottata*, ritenendosi la tecnica del c.d. *stock picking* più di altre particolarmente compatibile con fenomeni di attivismo, poiché essa implica l'acquisizione di informazioni approfondite sulla società e il fare una “scommessa” su quella specifica società, incentivando ad attivarsi se la gestione di queste è insoddisfacente³⁷⁵; ii) la *struttura societaria delle società quotate*, poiché maggiore è la frazione di capitale (espressa in termini di voti) detenuta dal soggetto controllante e minore è la contendibilità del controllo di quella società, minore sarà anche il “timore” dell'azionista di controllo di subire un'Opa ostile a seguito del calo dei prezzi di mercato conseguente all'esercizio dell'opzione di *exit* da parte degli investitori istituzionali – *i.e.*,

³⁷² BLACK B.S. (1998). “Shareholder activism and corporate governance in the United States”, in P. Newman (a cura di), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 3, citazione p. 460.

³⁷³ Cfr. A. ZATTONI, “Corporate Governance”, 2015, Egea, citazione p. 23.

³⁷⁴ CLYDE P., 1997. “Do Institutional Shareholders Police Management?”, in *Managerial and Decision Economics*, 18, pp. 1-10.

³⁷⁵ Cfr. BLACK, B.S., COFFEE Jr. J.C., 1994. “Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation”, in *Michigan Law Review*, 92.

all'attivismo dei medesimi³⁷⁶; iii) un *contesto normativo favorevole all'attivismo*, ossia dotato di strumenti e istituti che gli azionisti *outsider* possano sfruttare per far “sentire la loro voce” (tra i quali, ad esempio, i c.d. poteri di autotutela più volte richiamati) e che pongano, quindi, le basi per lo sviluppo di un adeguato “mercato dell'influenza societaria” (c.d. *market for corporate influence*)³⁷⁷. Indagati i principali fattori che spingono questa particolare categoria di *outsider* all'attivismo e che costituiscono proprio le determinanti del *market for corporate influence* – fattori che torneranno utili nel successivo paragrafo - ci si chiede quali siano gli effetti positivi che un simile atteggiamento può determinare sulla *governance* delle società quotate, la risposta essendo evidente se si considera l'obiettivo perseguito dagli investitori istituzionali “attivisti”: incrementare il valore del proprio investimento azionario. Pertanto, essendo la loro performance strettamente collegata con quella delle società partecipate e misurata in termini di valore azionario creato, essi esercitano quella costante pressione politica sui vertici aziendali delle imprese in cui si sostanzia l'attivismo con lo scopo di incentivare chi controlla la stesse ad apportare modifiche in termini di scelte strategiche e di modello di governo, nell'ottica di un miglioramento della *corporate governance* e della performance aziendale³⁷⁸. Proprio in questa prospettiva si giustifica il tendenziale atteggiamento di ostilità degli investitori istituzionali verso l'utilizzo di meccanismi di rafforzamento del controllo, con una particolare avversione verso le *super voting shares*: tali soggetti ritengono – nonostante, come si è evidenziato, manchino certezze sul piano teorico ed empirico circa l'effetto delle azioni a voto potenziato sul valore dell'impresa – che l'utilizzo di tali strumenti possa avere un impatto negativo sulle performance. Questo atteggiamento critico influenza fortemente la loro politica d'investimento, poiché essi tendono a non investire in quelle società che adottano tali meccanismi ritenendo che possano incentivare comportamenti del management o dell'azionista di controllo che non tengano in considerazione i diritti delle minoranze: per questo motivo, gli investitori istituzionali acquistano le azioni di società che adottano uno o più meccanismi di rafforzamento del controllo solo in presenza di uno sconto compreso tra il 10% e il 30% sul loro valore potenziale³⁷⁹.

³⁷⁶ Cfr. MONFERRÀ S., “Investitori istituzionali e corporate governance in Italia. Spazio e forme di intervento per l'esercizio di un controllo attivo sulle imprese da parte dei fondi comuni aperti”, in G. Airoidi e G. Forestieri (a cura di), *Corporate governance*, Milano, 1988.

³⁷⁷ Con tale espressione si fa riferimento a quel mercato animato da investitori che acquisiscono partecipazioni di minoranza in un emittente quotato non con la finalità di conquistarne il controllo, ma con il solo obiettivo di esercitare una qualche forma di influenza nei confronti del gruppo di comando. Cfr. ARMOUR J., CHEFFINS B., 2009. “The Rise and Fall (?) of Shareholder Activism by Hedge Funds”, in *ECGI Law Working Paper*, No. 136/2009, p. 2 e ss.. disponibile al seguente link: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1489336

³⁷⁸ Cfr. A. ZATTONI, “Corporate Governance”, 2015, Egea, p. 277.

³⁷⁹ Cfr. ISS Europe, ECGI, Sherman & Sterling, “Report on the proportionality principle in the European Union”, 18 may 2007, disponibile su http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf

3.3.2. Il “peso” degli investitori istituzionali nelle società quotate italiane: quale reazione al riconoscimento legislativo di azioni a voto plurimo e maggiorato?

Tutt’oggi, lo si è visto, la realtà italiana è caratterizzata da assetti proprietari fortemente concentrati, con la presenza massiccia di azionisti di controllo, spesso famiglie, che detengono la maggioranza dei voti nelle società quotate e da un basso grado di contendibilità del controllo societario. Tali caratteristiche spiegano le ragioni per cui il ruolo degli investitori istituzionali sia, ad oggi, ancora molto meno rilevante rispetto a quello dagli stessi ricoperto in quei paesi che, al contrario, essendo storicamente contraddistinti dalla prevalenza di sistemi societari ad azionariato diffuso hanno rappresentato, e continuano a rappresentare, il luogo ideale di diffusione di fenomeni di “attivismo”³⁸⁰. Nonostante ciò, a seguito di diversi interventi operati dal legislatore italiano dalla fine degli anni ’90 ad oggi nell’ottica di incrementare i diritti e le prerogative a tutela delle minoranze azionarie, tali soggetti hanno cominciato ad assumere un peso sempre maggiore nella *governance* degli emittenti quotati, come evidenziano i dati raccolti da diversi studi aventi ad oggetto il nostro Paese. In particolare, il trend evolutivo è andato di pari passo con gli interventi summenzionati, tra i quali si ricordano – senza la pretesa di offrire un’analisi approfondita degli stessi poiché al di fuori degli scopi del presente lavoro e limitandosi a citare gli interventi più rilevanti in termini di impatto – l’emanazione del Testo Unico della Finanza nel 1998, la riforma del diritto societario del 2003, la legge n. 262 per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari del 28 dicembre 2005 e, infine, il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, che recepisce la direttiva sui diritti degli azionisti di società quotate, avente come specifico obiettivo proprio quello di favorire la partecipazione alla vita della società e l’esercizio del diritto di voto. Tali provvedimenti, assieme ad altri occorsi negli anni a seguire, hanno contribuito a far registrare notevoli progressi, tanto che, almeno in astratto, i soci di minoranza di una società quotata italiana godono oggi di strumenti di tutela comparabili con gli ordinamenti più avanzati³⁸¹. Tuttavia, riprendendo quanto affermato da un’autorevole autore “ altro è – come si dice – la *law in the books*, altro è la *law in action*”, poiché “se si va a vedere l’effettivo impiego di questi istituti, ci si rende conto che alcuni di questi sono poco o nulla utilizzati”³⁸². È forse questo il motivo in grado di spiegare il trend evolutivo del “mercato dell’influenza societaria” italiano emergente dall’analisi dei dati Consob relativi al “peso” degli investitori istituzionali nella *corporate governance* delle società quotate italiane dagli

³⁸⁰ Generalmente si fa risalire la nascita dell’attivismo al 1942, negli Stati Uniti, epoca in cui la SEC “introdusse una norma che obbligava il management della società ad accettare la presentazione di proposte di voto in assemblea da parte di singoli azionisti ponendo le basi per la nascita dell’attivismo low cost”. Cfr. CROCI, E., 2011. “Shareholder activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund”, pp. 20-21.

³⁸¹ Basti pensare ai numerosi poteri di autotutela sopra richiamati. È bene sottolineare, ancora una volta, che essi, per come sono disciplinati, presentano delle difficoltà in termini di utilizzo, per l’approfondimento delle quali si rimanda a quanto esposto precedentemente (nota 344).

³⁸² Cfr. M. CAMPOBASSO, “La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall’eterotutela alla società per azioni orizzontale” in *Banca, Borsa e titoli di credito*, 2015, 2, citazione p. 147.

anni immediatamente successivi all’emanazione della Direttiva sui diritti degli azionisti sopra citata ai giorni nostri, riportati nella **Tabella 3.2**.

Tabella 3.2. Partecipazioni rilevanti nelle società quotate italiane detenute dai “principali investitori istituzionali”, periodo 2009-2015.

	Almeno un investitore istituzionale			Almeno un investitore istituzionale italiano			Almeno un investitore istituzionale estero		
	no. società	Peso ¹	% media ²	no. società	Peso ¹	% media ²	no. società	Peso ¹	% media ²
2009	92	32.9	6.4	57	20.4	5.2	47	16.8	6.2
2010	98	36.3	7.3	56	20.7	6.0	57	21.1	6.6
2011	92	35.4	7.2	58	22.3	6.1	50	19.2	6.1
2012	92	36.6	7.2	53	21.1	5.9	54	21.5	6.4
2013	96	39.3	6.2	42	17.2	5.9	62	25.4	5.6
2014	94	39.5	7.0	34	14.3	6.7	71	29.8	6.0
2015	83	35.5	6.9	21	9.0	5.5	70	29.9	6.5

Origine: Consob. I “principali investitori istituzionali” sono definiti come quegli investitori soggetti a obblighi di *reporting* in accordo con le regole Consob (ex. art. 119-bis, par. 7 e 8, del RE) e le cui partecipazioni sono inferiori al 10%, ipotizzando che gli investitori con partecipazioni superiori a tale soglia non siano “istituzionali”. ¹ Percentuale calcolata sul numero totale di società quotate italiane. ² Media aritmetica delle partecipazioni detenute da investitori istituzionali in tutte le società quotate dove almeno un investitore istituzionale della categoria di riferimento è presente.

Dall’analisi dei dati indicati in **Tabella 3.2**, viene subito in evidenza che a fine 2015, nonostante la quota media di partecipazione al capitale si sia mantenuta tendenzialmente costante attestandosi attorno al 7%, si sia registrata una lieve flessione del peso degli investitori istituzionali rispetto ai valori massimi raggiunti nel biennio 2013-2014, quando partecipazioni superiori alla soglia di trasparenza proprietaria erano detenute in quasi il 40% del mercato (oltre le 90 società). Le rilevazioni, tuttavia, mostrano una dinamica differente a seconda della nazionalità degli investitori: la presenza di istituzionali italiani nell’azionariato rilevante delle imprese, già in declino dal 2011, è più nettamente diminuita nel 2015 portandosi al valore minimo di 21 società; la presenza degli investitori istituzionali esteri è invece aumentata nel tempo, giungendo a interessare dal 2014 circa il 30% del mercato. Ciò consente di concludere che la flessione rilevata attenga principalmente ad operazioni di disinvestimento da parte di investitori istituzionali domestici. Se i dati sin qui indicati mettono in risalto il “peso” degli investitori istituzionali in termini partecipativi, poco ci dicono, se non indirettamente, circa l’atteggiamento da questi posseduto in termini di partecipazione alla vita sociale. Sul punto, ulteriori dati raccolti dalla Consob attengono proprio alla partecipazione di tali soggetti alle assemblee, in quel luogo, cioè, dove più facilmente fenomeni di *shareholder activism* possono essere osservati. In particolare, nelle assemblee tenute nel 2016 dalle 100 società italiane a più elevata capitalizzazione si è evidenziata una presenza importante degli investitori istituzionali

pari al 19% del capitale, presenza in stabile incremento rispetto agli anni precedenti (+8% dal 2012)³⁸³, ciò denotando una partecipazione “attiva” da parte di questi soggetti. Se i dati sin qui riportati da un lato consentono di asserire che gli investitori istituzionali stanno acquisendo un ruolo sempre più importante all’interno delle dinamiche di *governance* delle società quotate italiane, dall’altro essi denotano un lieve “dietro-front”, come si evince dalla lieve flessione del loro peso nel capitale registratasi, forse non casualmente, nell’anno immediatamente successivo a quello di entrata in vigore del decreto competitività. Si potrebbe quindi ipotizzare che questo cambiamento di rotta nel trend che si era mantenuto crescente sino a fine 2014, possa essere motivato anche dalla soppressione del divieto di emissione di azioni a voto plurimo e dall’introduzione delle *loyalty shares*. A supporto di tale ipotesi, che si cercherà di verificare empiricamente nel capitolo successivo, si pone anche la posizione di aperta critica assunta da investitori istituzionali e *proxy advisors* nei confronti della novella legislativa. Essi hanno manifestato forti perplessità circa il fatto che gli istituti in parola riescano a raggiungere le finalità dichiarate dal legislatore, tra le quali, su tutte, quella di favorire gli investimenti di lungo periodo. Coerentemente a quanto precedentemente esposto circa la naturale avversione di questa categoria di operatori rispetto all’utilizzo di *control enhancing mechanism*, essi hanno sottolineato che le innovazioni introdotte porteranno ad un’ulteriore riduzione della contendibilità del controllo delle società quotate italiane e costituiranno uno strumento che sarà utilizzato prevalentemente dagli azionisti di riferimento per rafforzare la propria posizione di controllo, “senza ulteriori sforzi in termini di capitale di rischio, limitando così la possibilità di scalate ostili, e perpetuando gli effetti distorsivi già noti nel mercato italiano”³⁸⁴. Coerentemente con tali argomentazioni, essi hanno criticato aspramente non solo il fatto che il legislatore abbia optato per l’introduzione del voto maggiorato “senza neppure prevedere un diritto di recesso”, ma anche che egli abbia “altresì previsto un’esplicita deroga alla maggioranza richiesta per favorire modifiche statutarie volte ad introdurre la possibilità di attribuire la maggioranza del voto”³⁸⁵. Tali motivazioni hanno spinto gli investitori professionali di “peso” da un lato – si parla di 20 investitori professionali internazionali con un patrimonio gestito superiore ai 7.500 miliardi di dollari – e altri soggetti qualificati, quali professionisti, membri degli organi di amministrazione e controllo di società quotate e diverse società di consulenza per gli investitori, dall’altro, a

³⁸³ Cfr. A. CIAVARELLA, N. LINCiano, R. SIGNORETTI, 2016. “Report on corporate governance of Italian listed companies”, p. 3 e ss.

³⁸⁴ Cfr. F. CHIAPPETTA, “Diritto del governo societario”, IV edizione, 2017, p. 332.

³⁸⁵ Così si è espressa Assogestioni nella *nota tecnica* con cui ha commentato la disciplina introdotta dal legislatore con il Decreto Competitività. Cfr. Assogestioni, 2014. “Voto maggiorato e voto plurimo: un vulnus al principio di one-share one-vote”, disponibile al seguente link: <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,147,10681,49,html/voto-maggiorato-e-voto-plurimo-un-vulnus-al-principio-di-one-share-one-vote>. Negli stessi termini si è espressa anche l’ICGN condividendo pienamente quanto argomentato da Assogestioni nella suddetta *nota*. V. “ICGN Comment on the Growth Decree re multiple voting rights”, disponibile al seguente link: https://www.eticanews.it/wp-content/uploads/2015/02/28_Jan_Italy_Growth_Decree_ICGN_Prof_Padoan.pdf.

sottoscrivere una mozione pubblica³⁸⁶ indirizzata a Governo, Parlamento e Authority, chiedendo di non estendere all'intero 2015 il regime di agevolazione concernente la deroga alla maggioranza qualificata succitata. La posizione fortemente negativa espressa da numerosi soggetti qualificati e dagli investitori non fa che confermare quanto affermato precedentemente, ossia che è ampiamente diffusa la percezione della mancanza di un *set* di regole *ad hoc*, in grado di contenere gli aspetti negativi propri delle azioni a voto potenziato.

I dati sin qui esposti e la constatazione che la mozione pubblica poc'anzi richiamata abbia raggiunto con successo il proprio obiettivo impedendo la proroga del regime agevolato evidenziano che gli investitori istituzionali - nonostante il "peso" che essi assumono in Italia sia minore rispetto a quello dagli stessi assunto in altri Paesi – ricoprono un ruolo rilevante e d'influenza all'interno del sistema di governance delle società quotate, partecipando "attivamente" ai dibattiti assembleari. Tutto ciò consente di spiegare perché si è sopra individuata tale "figura" come quella di naturale destinazione delle azioni a voto potenziato, nel momento in cui queste vengano utilizzate in modo diametralmente opposto alla funzione fisiologicamente loro propria, ovverossia come meccanismo di tutela delle *minoranze (o maggioranze) azionarie non di controllo*.

³⁸⁶ Si fa riferimento all "Dichiarazione congiunta sull'introduzione del voto plurimo nelle società quotate" disponibile al seguente link: <https://www.eticanews.it/wp-content/uploads/2015/02/2015-02-02-Appello-voto-multiplo-2.pdf>

3.3.3. *Il voto multiplo: possibile strumento di tutela degli azionisti estranei al controllo.*

Come sia possibile concepire tale strumento, tipicamente definito in letteratura come *control enhancing mechanism*, come misura di tutela delle minoranze azionarie è una questione per nulla ovvia e banale. Sicuramente, per come esso è stato concepito dal legislatore della riforma, mal si presta allo svolgimento di una simile funzione nelle società che presentano già un'azionista di controllo e, soprattutto, mal si presta al raggiungimento di quegli obiettivi "dichiarati" della riforma tra cui, in *primis*, quello di scoraggiare coloro che hanno un orizzonte temporale di breve periodo, favorendo invece gli investitori di lungo corso: se si guarda alla lista di società quotate che hanno adottato la maggiorazione del diritto di voto, appare evidente come di tale strumento si siano giovati esclusivamente i soci di controllo, soggetti cioè che già si collocano nella "categoria" degli investitori di lungo periodo e che hanno utilizzato tale strumento al solo fine di blindare il controllo della società. Forse è più probabile che dei due istituti introdotti, possa essere proprio quello della maggiorazione del voto a fungere da strumento di incoraggiamento e promozione dell'attivismo degli *outside-investor*, in conseguenza della generale accessibilità dello strumento da parte di tutti gli azionisti. Nell'inconsueta funzione che si sta prospettando, le azioni a voto potenziato potrebbero prestarsi, per le caratteristiche degli assetti proprietari delle società quotate italiane, ad essere utilizzate nell'esercizio di una forma di attivismo di tipo "difensivo"; un attivismo, cioè, orientato ad alimentare quello sopra definito come il "mercato dell'influenza societaria": coloro che sono insoddisfatti delle performance della società potrebbero sfruttare la maggiorazione del diritto di voto che le azioni a voto potenziato incorporano per aumentare il proprio "peso" nel dibattito assembleare promuovendo cambiamenti e facendo pressione su chi detiene il controllo, senza l'ulteriore obiettivo di subentrare in tale controllo³⁸⁷. Si è anche detto, tuttavia, che da un lato, il legislatore della riforma non abbia predisposto dei presidi sufficienti, in termini di limiti e misure di contenimento all'utilizzo di azioni a voto maggiorato e plurimo, che siano in grado di indirizzare i due strumenti citati verso l'utilizzo non fisiologico che si è prospettato e, dall'altro, che gli stessi investitori istituzionali siano tendenzialmente restii ad investire in società che tali strumenti abbiano emesso. Potrebbe essere allora maturo, come da qualcuno sostenuto, il tempo di "cominciare a riflettere, anche in Italia, di voti *plurimi scissi dalla partecipazione azionaria e acquistabili da soci esterni o estranei al controllo*"³⁸⁸, introducendo la possibilità di consentire mediante apposita previsione legislativa – quantomeno per le società quotate, in qualità di soggetti tipicamente destinati alla diffusione del capitale presso un elevato numero di investitori – di adottare in via statutaria un particolare "sistema di attribuzione dei diritti di voto" conosciuto negli Stati Uniti

³⁸⁷ Cfr. Cfr. ARMOUR J., CHEFFINS B., 2009. "The Rise and Fall (?) of Shareholder Activism by Hedge Funds", in *ECGI Law Working Paper*, No. 136/2009, p. 17 e ss., disponibile al seguente link: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1489336

³⁸⁸ Cfr. V. CARIELLO "Azioni a voto potenziato, voti plurimi senza azioni e tutela dei soci estranei al controllo", in *Rivista delle Società*, 2015 (1) p. 177 e ss.

come *Quadratic Voting*, da introdurre, per esigenze di compatibilità con l'attuale ordinamento giuridico, in forma più attenuata rispetto a quanto previsto negli USA. Infatti, nella sua applicazione pura, tale sistema prevede che, rispetto a tutte o alcune deliberazioni, da un lato, i soci non ottengono diritti di voto in connessione con le azioni che detengono, dall'altro, i non soci non sono interdetti dal voto in quanto tali. Ogni soggetto interessato a quella particolare delibera societaria, sia esso socio o non socio, può acquistare quanti voti desidera per esercitarli nella delibera medesima. La proposta all'ordine del giorno verrà approvata se il numero di voti favorevoli è maggiore del numero dei voto contrari. In sostanza, tale sistema può essere definito come l'acquisto di voti della società da parte di soci e non soci, rimanendo il ricavato della vendita nelle disponibilità della società³⁸⁹. Il nome di tale meccanismo deriva proprio dalla tecnica con la quale sono stabiliti i prezzi dei voti, essendo gli stessi una funzione quadratica del numero di voti acquistati, del tipo di quella che segue³⁹⁰:

$$C = n^2$$

dove "C" indica il costo complessivamente sostenuto e "n" il numero dei voti acquistati. Esso presenta numerosi vantaggi in termini economici essendo finalizzato a: i) ridurre i costi di agenzia del primo o del secondo tipo; ii) incentivare gli investitori ad acquisire informazioni sulla società ed esercitare il diritto di voto; iii) agire sul piano dell'ordinamento giuridico, esplicando effetti di delegificazione e deregolamentazione, poiché in grado di rendere non-necessarie certe misure di protezione legale degli azionisti; iv) accrescere il valore dei diritti di voto, poiché il meccanismo di determinazione del prezzo dei medesimi implica una crescita "quadratica" del costo da sostenere per accrescere il proprio "peso" nella specifica delibera assembleare.

Tra i vari vantaggi individuati in letteratura, quello sub-ii) evidenzia come tale meccanismo sia perfettamente idoneo ad incentivare l'attivismo degli azionisti non di controllo, in particolare degli investitori istituzionali. Adottare tale strumento in un sistema a proprietà fortemente concentrata come quello italiano, costringerebbe i soci di controllo a tenere in considerazione l'ipotesi che i soci non di comando e/o soggetti terzi "interessati" potrebbero acquistare voti e provare ad evitare l'adozione di decisioni assembleari considerate da questi come inefficienti. Dalle caratteristiche di un simile strumento emergono, come si è anticipato, forti remore in termini di compatibilità sistematica con il tipo s.p.a., spingendo la valutazione nell'ottica, come si è anticipato, di introdurre un meccanismo di *voti plurimi scissi dalla partecipazione azionaria*. Si potrebbe pensare di prevedere, cioè, un sistema "misto" di voto, in grado di combinare "azioni con diritto di voto" – ordinario ovvero potenziato – con "voti senza azioni", e limitarne l'applicazione a particolari

³⁸⁹ E. G. WEYL, 2013. "Quadratic Vote Buying", in *University of Chicago Working Paper*, disponibile al seguente link: <http://ssrn.com/abstract=2003531>

³⁹⁰ Riprendendo l'esempio presentato da Posner e Weyl, un'azionista potrebbe comprare un voto per 1\$, 2 voti per 4\$, tre voti per 9\$ e via dicendo. Cfr. E.A. POSNER, E.G. WEYL, 2014. "Quadratic Voting as Efficient Corporate Governance", in *81 The University of Chicago Law Review*, p. 252.

argomenti³⁹¹. Certo è che introducendosi una quarta deroga al principio “un’azione, un voto”, ossia quella, appunto, di “voti senza azioni”, le questioni di incompatibilità con l’ordinamento giuridico esistente rimarrebbero, rendendosi necessario, pertanto, un intervento del legislatore che renda compatibile tale particolare utilizzo del voto plurimo con il nostro ordinamento.

Intervenire in una simile direzione, o, comunque, nell’altra precedentemente prospettata – quella cioè di introdurre limiti all’utilizzo di azioni a voto plurimo e maggiorato – potrebbe essere funzionale a garantire una maggior tutela dei soci non di comando e ad incentivare lo sviluppo di fenomeni di attivismo.

³⁹¹ Cfr. V. CARIELLO “Azioni a voto potenziato, voti plurimi senza azioni e tutela dei soci estranei al controllo”, in *Rivista delle Società*, 2015 (1) p. 198.

CAPITOLO 4

LA REAZIONE DEL MERCATO FINANZIARIO ALL'INTRODUZIONE DELLA MAGGIORAZIONE DEL DIRITTO DI VOTO: "EVENT EVALUATION"

Sommario: 4.1. Introduzione all'*event study*. 4.1.1. Le ragioni di un'analisi empirica: metodologia di valutazione adottata e aspettative di risultato. 4.1.2. Dati e costruzione del campione. 4.1.3. Modelli di valutazione e parametri. 4.2. Impatto degli annunci sui corsi di Borsa e interpretazione dei risultati. 4.2.1. Analisi dei rendimenti anormali: ARs. 4.2.2. Aggregazione dei Rendimenti Anormali: analisi dei CARs e degli ACARs. 4.2.3. Interpretazione dei risultati. 4.3. Analisi del turnover dell'azionariato: evidenze empiriche sulla risposta degli investitori istituzionali all'introduzione della maggiorazione del voto. 4.3.1. Alcune evidenze dalle assemblee introduttive del voto maggiorato. 4.3.2. Dati, costruzione dell'indicatore e limiti. 4.3.3. Azioni a voto maggiorato, investitori istituzionali e rapporti di potere: evidenze empiriche e considerazioni conclusive.

4.1. Introduzione all'*event study*.

4.1.1. *Le ragioni di un'analisi empirica: metodologia di valutazione adottata e aspettative di risultato.*

Un'analisi economica delle azioni a voto potenziato implica non solo, come si è avuto modo di fare sin qui, uno studio dei fattori che inducono ad utilizzare tale strumento e un approfondimento dei vantaggi e degli svantaggi che lo stesso può determinare qualora venga calato in una data realtà societaria, bensì anche un'analisi degli effetti concreti dell'introduzione di tali azioni sul valore delle quote degli azionisti di minoranza e, per quello che si è poc'anzi argomentato circa la funzione degli investitori istituzionali, un'indagine finalizzata a verificare se la reazione negativa da questi dimostrata pubblicamente in più occasioni, sia stata accompagnata anche da un effettivo intervento sulle quote di partecipazione da questi detenute. Vista la scarsa adozione del voto plurimo da parte delle società quotate, tali analisi sono state condotte con esclusivo riferimento alla maggiorazione del diritto di voto.

Venendo alla prima tipologia d'indagine, quella cioè concernente l'effetto della decisione di introdurre il voto maggiorato sul valore della società, ci si può interrogare prima di tutto sulla direzione attesa, alla luce di quanto esposto nel precedente capitolo, di tale effetto. Le caratteristiche delle società quotate italiane in generale, e di quelle che hanno introdotto il voto maggiorato in particolare, potrebbero far propendere per l'emersione di un effetto negativo sul valore dei titoli in relazione alle seguenti considerazioni "oggettive": l'aumento del rischio di estrazione di benefici privati; la mancanza di un adeguato set di tutele in grado di proteggere gli azionisti non di controllo dall'utilizzo di questo nuovo strumento. Si è anche visto, tuttavia, come tale strumento sia portatore,

anche in contesti societari come quello italiano che le imprese del campione oggetto d'indagine ben rappresentano, di determinati benefici, i quali agiscono, allora, in una direzione opposta, nel senso cioè di un impatto positivo. L'impossibilità di determinare da un punto di vista teorico l'effetto globale da un lato, e l'interesse per tale valore quale metro di giudizio per una prima valutazione dell'esperienza delle azioni a voto maggiorato dall'altro, spiegano le ragioni della conduzione di un'analisi empirica. Questa verrà effettuata qui di seguito attraverso la realizzazione di un *Event Study* avente ad oggetto l'effetto di due particolari annunci al mercato effettuati dalle società appartenenti al campione indagato:

- i) quello di *convocazione dell'assemblea straordinaria* avente all'ordine del giorno la modificazione dello statuto ai fini dell'introduzione della clausola di maggiorazione del voto, ossia il giorno in cui il Consiglio di Amministrazione ha deciso di proporre all'assemblea l'introduzione della clausola medesima;
- ii) quello di *avvenuta adozione della correlata delibera assembleare*.

Il motivo per cui si è scelto di adottare tale metodologia è strettamente dipendente dall'idea sottostante lo studio di un evento (*event study*), ovvero, molto semplicemente, quella di vedere qual è l'effetto di una certa decisione, o di un certo evento, sul valore dei titoli di una società, e quindi sulla ricchezza degli azionisti di questa società³⁹². In maniera più rigorosa l'*Event Study* può essere definito come un metodo di analisi statistica del comportamento di una serie storica nel periodo intorno ad un determinato evento, metodo che viene generalmente utilizzato in finanza per verificare se l'evento scelto abbia o meno un impatto sulla serie economica analizzata. Pertanto, esso non rappresenta un'analisi *ex-ante* – finalizzata cioè alla previsione dell'impatto di eventi comunicativi futuri sui prezzi azionari – bensì un'analisi *ex-post* che fa riferimento a dati concreti, effettivamente verificati, sulla base dei quali è possibile verificare se un particolare evento venuto a conoscenza del mercato abbia innanzitutto influenzato i corsi azionari e, secondariamente, se lo stesso abbia creato o distrutto valore per gli azionisti. In particolare, l'utilità di questo modello ai fini della presente analisi si può cogliere soffermandosi sulla seguente considerazione: il prezzo di Borsa riguarda tipicamente le azioni di minoranza ossia le azioni esterne al “pacchetto di controllo”, pacchetto che, generalmente, viene trasferito fuori Borsa³⁹³. Ciò consente, stimando la variazione “anormale” nel rendimento di un titolo in concomitanza con l'annuncio di una certa decisione, di valutare l'impatto di questa stessa decisione sul benessere degli azionisti estranei al controllo. Le tre ipotesi cruciali che permettono un simile studio sono le seguenti³⁹⁴:

³⁹² Infatti, il prezzo di un titolo riflette il valore attuale, aggiustato per il rischio, di tutti i flussi di cassa futuri attesi dal detentore del titolo medesimo. Cfr. BHAGAT, S., ROMANO, R., 2001. “Event Studies and the Law - Part I: Technique and Corporate Litigation”, in *Yale ICF Working Paper No. 00-31* o *Yale Law & Economics Research Paper No. 259*, p. 3. Disponibile ai seguenti link: <https://ssrn.com/abstract=268283> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.268283>

³⁹³ Cfr. ZINGALES L., 1992. “Un'analisi economica delle azioni di risparmio”, in A. Penati (a cura di) *Il rischio azionario e la borsa*, 2, p. 397 ss.

³⁹⁴ Cfr. BHAGAT, S., ROMANO, R., *op. citata*, 2001.

- i) il mercato è "efficiente", dove tale termine va inteso nella forma "semi-forte", con ciò intendendo che i prezzi dei titoli al tempo t riflettono tutte le informazioni pubblicamente disponibili nel medesimo istante temporale e che, conseguentemente, solamente un evento inaspettato - e quindi "nuovo" per il mercato - è in grado di determinare un cambiamento nel prezzo del titolo³⁹⁵;
- ii) i prezzi al tempo t non riflettono informazioni di *insiders*, ossia di soggetti interni all'emittente in possesso informazioni privilegiate, che potrebbero essere utilizzate dagli stessi, prima che diventino di dominio pubblico, nella compravendita di titoli dell'emittente medesimo;
- iii) l'esistenza di un modello statistico per calcolare quando una variazione del prezzo, e del correlato rendimento, di un titolo debba considerarsi "anormale".

In merito alla prima ipotesi richiamata, si può senz'altro asserire che l'utilizzo dei moderni strumenti tecnologici di raccolta delle informazioni, quali Internet, da un lato, e la presenza di sistemi di contrattazione che consentono di acquistare e vendere titoli in pochi secondi, dall'altro, garantiscono, di riflesso, una rapida diffusione delle informazioni medesime. Come conseguenza i prezzi delle azioni tendono a reagire alle informazioni rese di dominio pubblico in brevissimo tempo. In ogni caso, anche là dove sia riscontrabile una possibile lentezza del mercato nel riflettere le nuove informazioni, tale lentezza è da ritenere, per le modalità di costruzione della metodologia adottata, un problema minore.

La seconda ipotesi fa riferimento all'assenza di *insider trading*, o meglio, all'incapacità di eventuali fenomeni di *insider trading* di muovere il mercato. Essa assume rilevanza poiché se gli *insiders* sono in grado di sfruttare il proprio vantaggio informativo compravendendo titoli e, di conseguenza, i prezzi riflettono le informazioni in loro possesso, l'analisi dei prezzi registrati nell'intorno dell'istante temporale in cui lo stesso tipo di informazione diviene pubblica – ovvero sia quando l'evento si manifesta all'esterno con l'annuncio – non consentirebbe di misurare l'impatto dell'evento medesimo. Questo per il semplice motivo che l'informazione non sarebbe più "nuova" e quindi non in grado di influenzare i corsi di Borsa medesimi. L'ipotesi che si è fatta, sembra essere realistica nel caso italiano, vista l'esistenza di una adeguata normativa sull'abuso di informazioni privilegiate in grado di disincentivare, mediante obblighi di diffusione delle informazioni medesime e pesanti sanzioni, fenomeni di *insider trading*³⁹⁶.

Per meglio comprendere la terza ipotesi presentata – ovvero sia l'esistenza di un modello statistico in grado di determinare quando una variazione nei prezzi e, di conseguenza, nei rendimenti dei titoli

³⁹⁵ In letteratura si parla di efficienza economica a tre livelli diversi: i) efficienza in forma debole quando l'insieme informativo include solamente la serie storica dei prezzi e dei rendimenti dei titoli (ossia le informazioni passate); ii) l'efficienza in forma semi-forte, che è quella che si è ipotizzata per il mercato italiano nel presente lavoro; iii) efficienza in forma forte, quando l'insieme informativo include non solo le informazioni di pubblico dominio, ma anche ogni informazione privata. Cfr. BHAGAT, S., ROMANO, R., *op. citata*, 2001.

³⁹⁶ La disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate, fortemente migliorata con il recepimento della direttiva 2003/6/CE, è contenuta nel Testo Unico della Finanza (TUF), agli artt. 184 e ss.

delle società interessate dall'evento debba considerarsi “anormale” – e, soprattutto, per porre le basi per la successiva discussione dei dettagli relativi al modello adottato, è opportuno discutere brevemente la struttura tipica di uno “studio di evento”.

Lo *step* iniziale per condurre un *event study* consiste nel definire l' “evento di interesse” e identificare il periodo temporale all'interno del quale le quotazioni dei titoli azionari delle società coinvolte nell'evento e i relativi rendimenti verranno esaminati, ossia la c.d. *event window*. Successivamente, occorre individuare i criteri mediante i quali costruire il campione di società oggetto dell'indagine e, se del caso, limitare lo studio dell'evento a solamente una parte delle imprese in esso coinvolte. A questo punto, per valutare l'impatto dell'evento occorre stimare i cc.dd. rendimenti anormali – i.e. *abnormal returns* – dei singoli titoli azionari, che possono essere definiti come la differenza tra il rendimento effettivo (c.d. *ex post*) di ciascun titolo e il rendimento “normale” o “atteso” del titolo medesimo – cioè il risultato che si attende da un certo investimento sulla base delle informazioni disponibili al momento di effettuazione dell'operazione³⁹⁷ – calcolata all'interno dell'*event window* prescelta. In termini rigorosi, il rendimento anormale per l'impresa *i* al tempo *t* è definito dalla seguente equazione:

$$AR_{it} = R_{it} - E[R_{it}]; \quad (1)$$

Dove:

- AR_{it} è l'extra-rendimento (*Abnormal Return*) dell' *i*-esimo titolo al tempo *t*;
- R_{it} è il rendimento effettivo osservato sul mercato dell' *i*-esimo titolo al tempo *t*;
- $E[R_{it}]$ è il rendimento atteso dell' *i*-esimo titolo al tempo *t*.

Mentre i rendimenti effettivi sono facilmente ricavabili dai prezzi di Borsa, la stima del rendimento atteso richiede la scelta di un modello di valutazione. In letteratura, la scelta per la modellizzazione dei rendimenti normali ha riguardato le seguenti 3 alternative:

- i) Il “*constant mean return model*” con cui i rendimenti attesi periodali sono assunti come costanti e pari alla media dei rendimenti effettivi registrati nel periodo di stima;
- ii) Il “*market model*”, o “modello di mercato”, con il quale si assume l'esistenza di una stabile relazione lineare tra il rendimento del titolo e il rendimento del mercato, misurato generalmente tramite il ricorso a indici di mercato utilizzati come *proxy*.
- iii) “*Other statistical models*”, con cui si fa riferimento ad una categoria residuale di modelli statistici che nel tempo sono stati proposti in letteratura³⁹⁸.

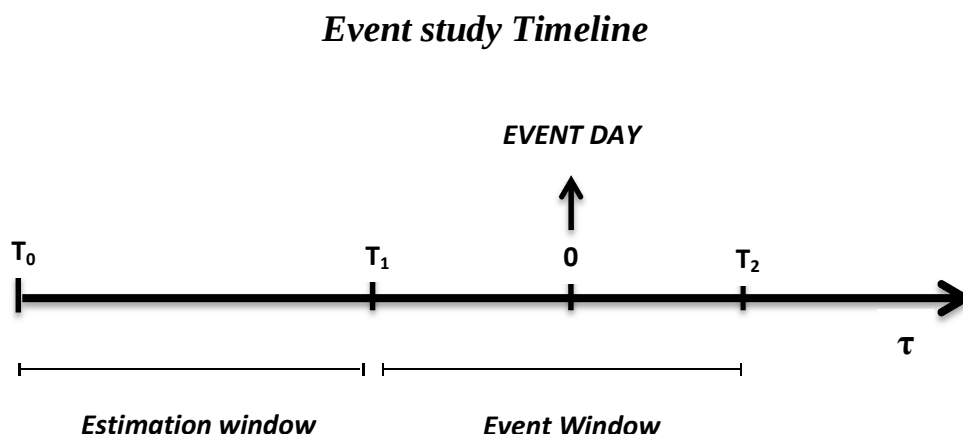
Una volta scelto il modello di stima della “performance normale” ritenuto più opportuno, occorre fissare la c.d. *estimation window*, cioè la finestra temporale all'interno della quale si collocano i

³⁹⁷ Essendo l'evento di interesse indagato nel momento di prima comunicazione al mercato – momento in cui, cioè, l'informazione diviene di dominio pubblico – il rendimento atteso del titolo non sconta tale informazione. Per tal motivo, il rendimento “normale” o “atteso” restituisce una buona misura del rendimento che il titolo avrebbe avuto nel caso in cui l'evento di interesse non si fosse verificato.

³⁹⁸ Cfr. MACKINLAY, A. C., 1997. “Event Studies in Economics and Finance” in *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 1, pp 17-18.

dati, ossia i prezzi di borsa, che saranno utilizzati per la stima dei parametri del modello prescelto. E' sulla base di tali parametri, infatti, che si calcola il rendimento atteso da inserire nell'equazione (1) per il calcolo degli *Abnormal Returns (ARs)*. Nella **Figura 4.1.** viene data evidenza delle due separate finestre temporali su cui si basa la metodologia dell'event study.

Figura 4.1. Asse temporale dell' *event study methodology*



Mentre l'*event window* – ossia, precisando quanto si è detto poc'anzi, la finestra temporale all'interno della quale si vuole verificare la misura dell'effetto che l'evento potrebbe aver avuto sul prezzo delle azioni – consiste in un periodo di tempo distribuito in genere simmetricamente intorno alla data dell'evento indagato (c.d. *event day*) e di breve ampiezza – al massimo 40 giorni, onde evitare che vengano inglobati nello studio eventi ulteriori – l'*estimation window* – i.e. “periodo di stima” – consiste in una finestra temporale piuttosto lunga, generalmente antecedente all'*event window* e almeno pari, secondo la più autorevole letteratura sul tema, a 120 giorni nel caso in cui si utilizzino dati giornalieri³⁹⁹; rappresentando la base per la realizzazione delle stime di un valore “normale” del titolo, maggiore è la sua lunghezza, maggiore saranno i dati a disposizione e, quindi, la probabilità che la stima non sia inficiata da eventi di natura temporanea che possono aver alterato il normale andamento dei corsi.

Dalla **Figura 4.1.** emerge un altro elemento estremamente importante da tenere in considerazione nella costruzione di un *event study*, ossia la non sovrapposizione tra l'*estimation window* e l'*event window*. Ciò è fondamentale, in quanto in tal modo si evita di includere nel periodo temporale di stima i rendimenti effettivi registrati in prossimità dell'evento d'interesse. Includere l'*event window* nella stima dei rendimenti normali potrebbe generare una rilevante distorsione nell'analisi, poiché i rendimenti effettivi rilevati nell'*event window* medesima influenzerebbero la stima dei rendimenti normali. In tale ipotesi, i rendimenti normali potrebbero catturare l'effetto dell'evento e, di

³⁹⁹ Cfr. MACKINLAY, A. C., 1997, op citata, p. 15.

conseguenza, il calcolo degli *ARs* non consentirebbe di dare evidenza dell' eventuale impatto dell'effetto medesimo⁴⁰⁰. Gli *ARs* stimati sulla base delle osservazioni rilevate nell'*estimation window* offrono, dopo essere stati sottoposti a determinati *test* statistici, una misura dell'impatto dell'evento di interesse a livello di singola società, depurata da fattori esogeni o generali ricompresi nella stima del rendimento atteso⁴⁰¹, in modo tale da avere una visione più nitida dell'effetto prodotto da quello specifico evento sulle azioni dell'azienda. Spesso, gli *ARs* vengono aggregati nel tempo o, ove possibile, tra le diverse società – ipotesi quest'ultima concepibile nel caso in cui l'*event window* sia coincidente per tutte le società indagate - per considerare l'effetto cumulato su tutta l'*event window*, con l'obiettivo di fornire una misura sintetica dell'effetto complessivo generato dall'evento indagato. In termini generali, i *Cumulated Abonrmal Returns (CARs)* – i.e. Rendimenti Anormali Cumulati – possono essere genericamente definiti nel seguente modo:

$$CAR_T = \sum_{t=0}^T AR_t; \quad (2)$$

Dove:

- CAR_T rappresenta il rendimento anormale cumulato calcolato per il periodo T interno all'*event window*;
- AR_t rappresenta il rendimento anormale al tempo t , misurato su base giornaliera.

Anche sui *CARs* così calcolati vengono condotti determinati *test* statistici, grazie ai quali è possibile, come si spiegherà meglio, abbassare la varianza ed avere più evidenza dell'impatto di quella tipologia di evento sui rendimenti. Risulta a questo punto maggiormente evidente la ragione per cui si è scelta la metodologia dell'*Event Study* per la conduzione dell'analisi empirica: essa fornisce un procedimento molto chiaro per verificare se un dato evento abbia provocato degli effetti sul *trend* dei rendimenti e, quindi, sui corsi di Borsa dei titoli esaminati; non solo, esso utilizza degli strumenti, i *test* statistici poc'anzi citati, che consentono di verificare se la presenza di eventuali effetti sia statisticamente significativa, così da consentire di discriminare tra un effetto causato dall'evento in analisi e le normali fluttuazioni dei prezzi azionari.

Sulla base delle considerazioni che si sono svolte nel precedente capitolo relativamente alle criticità "oggettive" che le azioni a voto maggiorato incorporano e considerando il disfavore con cui queste sono guardate negli ambienti accademici e letterari, ci si attende un effetto sostanzialmente negativo delle stesse sullo shareholder value.

⁴⁰⁰ La metodologia dell'*event study*, infatti, è costruita attorno all'assunzione che l'impatto dell'evento sia misurato dagli Abnormal Returns.

⁴⁰¹ Ad esempio, in caso di utilizzo di un modello di mercato per la stima del rendimento atteso, i fattori esogeni o generali in esso ricompresi rappresentano, di fatto, elementi riguardanti tutto il mercato, o meglio, quel particolare mercato preso come riferimento per l'analisi.

Pertanto l'ipotesi che si vuole verificare mediante l'implementazione di un simile studio è la seguente:

Ipotesi di risultato: *l'introduzione della clausola di voto maggiorato ha un effetto negativo sulle performance azionarie, con una conseguente distruzione di valore per gli azionisti di minoranza.*

4.1.2. Dati e costruzione del campione.

Entrando nel dettaglio dei parametri di costruzione del modello, la prima considerazione che deve essere fatta attiene all' "evento d'interesse" oggetto d'indagine, del quale si è già in parte detto *supra*: esso è rappresentato dall'introduzione della clausola di voto maggiorato ad opera di società italiane emittenti titoli quotati. Non si è considerato anche l'ulteriore evento "emissione di azioni a voto plurimo" poiché solamente una società quotata risulta dotata di tale strumento, nella quale, coerentemente alle norme di legge, esso è stato introdotto in un momento antecedente alla quotazione, ciò comportando la mancata disponibilità di dati per l'implementazione del modello nel caso specifico. È utile rimarcare che l'evento prescelto è stato analizzato prendendo in considerazione due "event date" per ogni società appartenente al campione d'indagine, coincidenti con la *data di convocazione dell'assemblea* chiamata a decidere sull'introduzione di tale clausola e con la *data di adozione della delibera assembleare*, di cui si dà evidenza nella seguente Tabella (Tabella 4.1.)

Tabella 4.1. "event dates" identificate per ogni società oggetto d'indagine.

No.	Società	Date annunci al mercato	
		<i>Data convocazione assemblea</i> <i>Event_Date_1</i>	<i>Data adozione voto maggiorato</i> <i>Event_Date_2</i>
1.	<i>Amplifon</i>	23/12/2014	29/01/2015
2.	<i>Arnoldo Mondadori Editore spa</i>	28/03/2017	27/04/2017
3.	<i>Astaldi</i>	17/12/2014	29/01/2015
4.	<i>Cairo Communication</i>	17/06/2016	18/07/2016
5.	<i>Carraro spa</i>	15/03/2016	15/04/2016
6.	<i>Centrale del latte d'Italia (*)</i>	10/05/2016	13/06/2016
7.	<i>Class Editori spa</i>	27/03/2015	30/04/2015
8.	<i>Cofide</i>	23/03/2015	27/04/2015
9.	<i>Conafi Prestitò spa</i>	08/04/2015	29/04/2015
10.	<i>Datalogic spa</i>	31/03/2017	04/05/2017
11.	<i>Davide Campari Milano spa</i>	19/12/2014	28/01/2015
12.	<i>Dea Capital</i>	12/03/2015	17/04/2015
13.	<i>Diasorin spa</i>	17/03/2016	28/04/2016
14.	<i>Exprivia spa</i>	20/03/2015	22/04/2015
15.	<i>Fidia spa</i>	28/03/2017	28/04/2017
16.	<i>Gruppo Waste Italia spa (*)</i>	03/04/2015	05/05/2015
17.	<i>Hera spa</i>	25/03/2015	28/04/2015
18.	<i>I.M.A. Industria Macchine Automatiche spa</i>	22/03/2017	21/04/2017
19.	<i>Intek Group spa</i>	22/04/2015	19/06/2015
20.	<i>Iren spa</i>	08/04/2016	09/05/2016

21.	<i>Landi Renzo spa</i>	24/03/2015	24/04/2015
22.	<i>Lventure Group spa</i>	29/03/2017	27/04/2017
23.	<i>Maire Tecnimot spa</i>	17/12/2014	18/02/2015
24.	<i>Nice spa</i>	28/03/2015	24/04/2015
25.	<i>Openjobmetis spa (*)</i>	11/09/2015	12/10/2015
26.	<i>Poligrafica San Faustino spa</i>	16/03/2015	24/04/2015
27.	<i>Sabaf spa</i>	24/03/2016	28/04/2016
28.	<i>Saes getters spa</i>	02/02/2016	03/03/2016
29.	<i>Technogym spa (*)</i>	15/01/2016	16/02/2016
30.	<i>Ternienergia</i>	13/02/2015	16/03/2015
31.	<i>Zignago vetro</i>	27/03/2015	28/04/2015

Origine: Elaborazione propria. Dati raccolti dalla consultazione della sezione “Investor relations” dei singoli siti societari.

Occorre precisare che non tutte le società sopra indicate sono state considerate nell’analisi, essendo state escluse quelle contrassegnate da un asterisco (*). Pertanto il campione d’indagine è costituito da 29 delle 31 società che al 31 maggio 2017 risultano aver introdotto la clausola di maggiorazione del diritto di voto. La scelta di eliminare le società indicate è motivata dalla mancata disponibilità di dati per la stima degli ARs. In particolare, “Technogym spa” è stata ammessa a quotazione il 19 aprile 2016 con inizio delle negoziazioni in data 3 maggio 2016, ossia in data successiva a quella degli annunci al mercato relativi all’ *event of interest*. Lo stesso può dirsi per “Openjobmetis spa”, la quale è stata ammessa il 17 novembre 2015 con inizio delle negoziazioni in data 3 dicembre 2015. In entrambi i casi, quindi, le società si sono avvalse della possibilità, consentita implicitamente dall’art. 127-*quinquies*, comma 7, del Tuf, di introduzione della clausola di voto maggiorato nel corso del procedimento di quotazione. Ciò implica la totale assenza, nel periodo antecedente, in concomitanza e nel periodo immediatamente successivo alle due “*event date*”, dei dati necessari per l’implementazione dello studio. Ciò costituisce lo spunto per soffermarsi proprio sulla serie economica oggetto del presente lavoro, la quale è costituita dai rendimenti “anormali” dei titoli azionari delle 29 società sottoposte allo studio. Essi sono stati ricavati partendo, in ossequio all’equazione (1), dal calcolo dei rendimenti effettivi e dei rendimenti “attesi” o “normali”. Per ottenere i primi, sono state reperite le quotazioni azionarie giornaliere per ciascuna società sul database di “Yahoo Finance” - su un periodo che va dal 17 dicembre 2013, esattamente un anno prima del giorno in cui si verifica il primo annuncio, sino al 31 maggio 2017, per un totale di 874 giorni di *trading* – aggiustate per tener conto di eventuali distribuzioni di dividendi e scissioni di

azioni preesistenti (c.d. *stock split*)⁴⁰². Si è scelto un spazio temporale così ampio, per avere a disposizione dati sufficienti per tutte le società indagate.

Dalla serie storica dei prezzi giornalieri aggiustati delle azioni, si sono ricavati i rendimenti effettivi mediante l'utilizzo della seguente formula:

$$R_{it} = \ln\left(\frac{P_{it}}{P_{it-1}}\right) \quad (3)$$

Dove:

- R_{it} è il rendimento effettivo dell'azione i -esima al tempo t ;
- P_{it} è il prezzo aggiustato dell'azione i -esima al tempo t ;
- P_{it-1} è il prezzo aggiustato dell'azione i -esima al tempo $t-1$, vale a dire il prezzo aggiustato di chiusura del giorno di negoziazioni immediatamente precedente.

Si è scelto di utilizzare i rendimenti logaritmici piuttosto che quelli aritmetici: $R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$, perché utilizzando i primi è possibile calcolare il rendimento cumulato e, per quel che qui interessa, il rendimento “anormale” cumulato, su più giorni più semplicemente, ossia sommando rendimenti logaritmici consecutivi.

I rendimenti attesi sono stati invece calcolati utilizzando due diversi modelli di stima, il “*constant mean return model*” e il “*market model*”. Si è scelto di condurre l'indagine mediante l'utilizzo di due modelli anziché di uno soltanto per garantire una maggiore attendibilità dei risultati. Infatti, mettendo a confronto quanto ottenuto mediante l'utilizzo di ciascun modello e evidenziandone la concordanza, ci si può dotare di una base maggiormente solida per le considerazioni del caso. Di seguito vengono illustrati nel dettaglio i due modelli e i parametri utilizzati, premettendo che per la specificazione di entrambi si rende necessaria l'adozione dell' “ipotesi di normalità dei rendimenti”, con la quale si assume che i rendimenti dei singoli titoli si distribuiscono nel tempo come una “distribuzione normale” con media costante e varianza costante⁴⁰³.

⁴⁰² Il motivo per cui si è scelto di utilizzare il database di Yahoo Finance, attiene proprio al fatto che vengono messi a disposizione, oltre ai normali prezzi di chiusura, anche i gli *adjusted-prices* nei termini sopra definiti. Il database è liberamente consultabile dal seguente link: www.yahoofinance.it

⁴⁰³ Tale assunzione è fondamentale ai fini della corretta conduzione dei test statistici che saranno illustrati nel paragrafo successivo, paragrafi nei quali essa sarà meglio specificata.

4.1.3. Modelli di valutazione e parametri

Prima di entrare nel dettaglio dei due diversi modelli utilizzati si rendono necessarie delle precisazioni ulteriori, comuni ad entrambi.

Per la stima dei parametri specifici di ciascun modello si è considerata un'*estimation window* di ampiezza pari a 200 giorni di negoziazione, prendendo a riferimento, per ciascuna società, i rendimenti osservati da 210 a 10 giorni prima del giorno in cui ha luogo il primo annuncio (in gergo tecnico, da -210 a -10 giorni in *event time*), mentre per il calcolo degli ARs e dei CARs, si è considerata un'*event window* multi-periodale, con periodo massimo pari a 11 giorni distribuiti simmetricamente intorno a ciascun evento (da -5 a +5 giorni in *event time*)⁴⁰⁴. La ragione per cui non si è scelto un periodo più ampio per l'*event window* è strettamente collegata con l'evento indagato. Infatti, avendo scisso l'evento di interesse, per ciascuna società, in due annunci distinti ma estremamente ravvicinati in termini temporali, la scelta di una finestra più ampia avrebbe potuto comportare una sovrapposizione tra le due *event windows* impedendo una chiara osservazione del fenomeno.

Il *constant mean return model* prevede che il rendimento atteso di ciascun titolo è costante ed è calcolato come media aritmetica dei rendimenti effettivi giornalieri del titolo medesimo registrati nell'*estimation period*. In termini formali, il "*constant mean return model*" può essere così espresso:

$$\begin{aligned} R_{it} &= \mu_i + \epsilon_{it} \\ E(\epsilon_{it}) &= 0 \quad \quad \quad Var(\epsilon_{it}) = \sigma_{\epsilon_i}^2. \end{aligned} \tag{3}$$

Dove:

- R_{it} rappresenta il rendimento per il titolo i -esimo al tempo t ;
- μ_i rappresenta il rendimento medio per il titolo i -esimo;
- ϵ_{it} rappresenta l'errore del modello, il residuo, ovvero la parte di variabilità del rendimento dell'impresa i -esima che il rendimento medio non riesce a spiegare, con valore atteso pari a zero e varianza $\sigma_{\epsilon_i}^2$.

Di conseguenza, il rendimento atteso del titolo i -esimo può essere calcolato con la seguente equazione:

$$E[R]_{it}^* = \mu_i \tag{4}$$

⁴⁰⁴ Il concetto di *event window* multi-periodale sarà meglio chiarito più avanti, là dove si presenterà l'analisi dei rendimenti anormali cumulati.

da cui si evince che il rendimento atteso per ciascun titolo i $E[R]_{it}^*$ - dove il simbolo $*$ sta ad indicare che si stimano solamente i rendimenti attesi d'interesse, ovvero quelli dell'*event window* - può essere calcolato semplicemente applicando la formula della media aritmetica:

$$\mu_i = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N R_{it} \quad (4)$$

dove N rappresenta il numero di osservazioni registrate all'interno dell'*estimation period* (pari a 200, come sopra specificato).

Nonostante il *constant mean return model* è forse il modello più semplice per la stima dei rendimenti attesi, Brown e Warner (1980, 1985) hanno dimostrato che esso conduce a risultati sostanzialmente simili a quelli ottenibili mediante l'implementazione di modelli più sofisticati⁴⁰⁵, tra i quali è possibile ricomprendere anche il *market model*. Quest'ultimo è un modello statistico che per la stima dei rendimenti attesi mette in relazione il rendimento di ciascun titolo con il rendimento del mercato. In questo lavoro, si è scelto di adottare un modello di mercato ad un fattore. Di conseguenza, per ogni titolo i il modello può essere così espresso:

$$\begin{aligned} R_{it} &= \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \\ E(\varepsilon_{it}) &= 0 \quad \quad \quad Var(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon_i}^2 \end{aligned} \quad (5)$$

L'equazione (5) rappresenta l'equazione di una retta dove la variabile dipendente R_{it} , è il rendimento del titolo i -esimo al tempo t , la variabile esplicativa R_{mt} è il rendimento del portafoglio di mercato, ε_{it} rappresenta, come nell'altro modello, il termine di errore, con valore atteso pari a zero e varianza costante pari a $\sigma_{\varepsilon_i}^2$, mentre α_i e β_i sono i parametri del modello e rappresentano rispettivamente l'intercetta del modello e il coefficiente del rendimento del portafoglio di mercato. Analogamente a quanto si è fatto per il modello della media, passando ai valori attesi l'equazione (5) diventa:

$$E[R]_{it}^* = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

È tramite l'equazione precedente che è possibile calcolare le previsioni del rendimento “atteso” o “normale” di ciascun titolo nell'*event window*, una volta che si siano stimati i parametri del modello medesimo. Per far ciò si è reso necessario prima di tutto individuare l'indice di mercato più opportuno da utilizzare come *proxy* del rendimento del mercato. In particolare, si è deciso di

⁴⁰⁵ In particolare, gli autori dimostrano la mancanza di sensibilità nella scelta del modello di stima con riferimento agli *short term event studies*, ossia gli event study basati su dati giornalieri. Negli event study di lungo periodo - realizzati cioè su un orizzonte temporale superiore all'anno - il rendimento anormale è estremamente sensibile al *benchmark* utilizzato per calcolarlo. Cfr. BROWN S.J., WARNER J.B., 1980. “Measuring Security Price Performance” in *Journal of Financial Economics*, 8(3), pp. 205-258; BROWN S.J., WARNER J.B., 1985. “Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies” in *Journal of Financial Economics*, 14(1), pp. 3-31.

utilizzare l'indice FTSE-MIB. Tale indice, nato a seguito della fusione tra il London Stock Exchange e Borsa Italiana, è il principale indice di benchmark dei mercati azionari italiani, poiché coglie circa l'80% della capitalizzazione di mercato interna e rappresenta il paniere che racchiude le 40 principali società italiane ed estere quotate sui mercati di Borsa Italiana. Più precisamente, esso è composto da società di primaria importanza e a liquidità elevata nei diversi settori ICB (Industry Classification Benchmark) in Italia ed è ricavato dall'universo di trading di titoli sul mercato azionario principale di Borsa Italiana. Ciascun titolo appartenente al paniere viene analizzato per dimensione e liquidità e fornisce nel complesso una corretta rappresentazione per settori⁴⁰⁶. Per tali motivi, è sembrato l'indice più opportuno per rappresentare il rendimento del mercato italiano. Delle società facenti parte del campione d'indagine, solamente "Davide Campari – Milano spa" appartiene a tale indice.

Individuato l'indice, è stato possibile misurare i parametri del modello α_i e β_i mediante la regressione lineare e il metodo dei minimi quadrati (OLS)⁴⁰⁷, per la cui implementazione è stato utilizzato il software statistico **STATA13**. Il procedimento che si è seguito può essere brevemente riassunto in pochi semplici passaggi.

Si importano i rendimenti logaritmici osservati dei diversi titoli indagati nel programma, il quale, una volta inserito il comando di regressione, la variabile dipendente (R_{it}) e la variabile esplicativa (R_{mt}), restituisce direttamente i valori dei due parametri per l'i-esima impresa. Una volta ottenuti i coefficienti della regressione è possibile calcolare il rendimento atteso inserendo i valori ottenuti nell'equazione (6) vista in precedenza, limitando il calcolo all'*event window*.

A questo punto si hanno tutti i dati necessari per la misurazione degli Abnormal Returns, che prevede un procedimento di calcolo identico indipendentemente dal modello di valutazione utilizzato. Per tal motivo e allo scopo di semplificare la trattazione, la metodologia implementata è analizzata di seguito prendendo come riferimento il *constant mean return model* e sottolineando ulteriormente che l'analisi condotta con il *market model* è virtualmente identica⁴⁰⁸.

⁴⁰⁶ Per un approfondimento delle caratteristiche tecniche dell'indice è possibile consultare il seguente sito web: www.ftse.com/products/indices/italia-it.

⁴⁰⁷ Tale metodo permette di identificare, nel caso di un modello di regressione mono-fattoriale, una retta chiamata retta di regressione, in grado di interpolare al meglio un insieme di dati - ossia, nel caso in esame, le 200 osservazioni registrate nell'*estimation period*. L'obiettivo del metodo è quello di minimizzare il quadrato della differenza tra le osservazioni e la retta di regressione.

⁴⁰⁸ Cfr. CAMPBELL J., LO A., MACKINLAY A., WHITELAW, R., 1998. "The Econometrics of Financial Markets", Chapter 4, p. 157.

4.2. Impatto degli annunci sui corsi di Borsa e interpretazione dei risultati.

4.2.1. Analisi dei rendimenti anormali: ARs

Prima di spiegare la metodologia di calcolo seguita è opportuno definire delle notazioni per facilitare la misurazione e l'analisi degli ARs. I rendimenti saranno indicizzati in *event time* usando il simbolo τ . Prendendo come riferimento la **Figura 4.1.**, nella quale con $\tau = 0$ si è indicata l'*event date*, con τ che va da $\tau = T_0$ a $\tau = T_1$ l'*estimation window* e con τ che va da $\tau = T_1 + 1$ sino a $\tau = T_2$ l'*event window*, è possibile definire con $L_1 = T_1 - T_0$ e $L_2 = T_2 - T_1$ la lunghezza del periodo di stima e la lunghezza massima della “finestra di evento” rispettivamente. Date queste definizioni, e prendendo a riferimento il *constant mean return model*, è possibile definire gli ARs calcolati nell'*event window* (con τ che va quindi da $\tau = T_1 + 1$ sino a $\tau = T_2$) con la seguente formula⁴⁰⁹:

$$AR_{i\tau} = R_{i\tau} - \mu_{i\tau} \quad (7)$$

Calcolati mediante questa semplice formula gli ARs per ciascuna impresa, quello che interessa verificare è se essi siano statisticamente significativi, onde evidenziare l'esistenza o meno di un impatto dei due annunci sui rendimenti azionari dei titoli oggetto d'indagine. Solamente nel caso in cui gli ARs calcolati nella *event date* siano statisticamente significativi sarà possibile concludere in senso positivo e verificare la direzione dell'impatto medesimo. Per far ciò gli $AR_{i\tau}$ sono stati testati, prendendo in considerazione solamente le *event dates*, utilizzando le seguenti due ipotesi:

H_0 : I singoli annunci non generano alcun effetto sullo shareholder value delle singole imprese coinvolte nell'evento di interesse – i.e. $AR_{i\tau} = 0$, cioè, in termini statistici, i rendimenti anormali non sono significativi;

H_1 : i singoli annunci generano un effetto sullo shareholder value delle singole imprese coinvolte nell'evento – i.e. $AR_{i\tau} \neq 0$, ossia, in termini statistici, i rendimenti anormali sono significativi.

Seguendo l'approccio di Campbell e Lo (1998)⁴¹⁰ il test che si è effettuato è un “test T” mediante il quale è possibile verificare se i risultati osservati a livello descrittivo nella *event window* ($AR_{i\tau}$) e, nel nostro caso in particolare, nelle due *event dates* siano significativamente diversi da zero, ossia diversi dall'ipotesi nulla, H_0 . Per condurre il test si rende necessaria la seguente specificazione: sotto l'ipotesi nulla, H_0 , che l'evento non ha alcun impatto sul comportamento dei rendimenti, i

⁴⁰⁹ Nel market model, I rendimenti anormali sono calcolati, sostituendo l'equazione (6) nell'equazione (1), ottenendo: $AR_{i\tau} = R_{i\tau} - (\alpha_i + \beta_i R_{m\tau})$; dove α_i e β_i sono i coefficienti della regressione ottenuti con **STATA13**.

⁴¹⁰ Cfr. CAMPBELL J., LO A., MACKINLAY A., WHITELOW, R., 1998. “The Econometrics of Financial Markets”, Chapter 4, p. 162.

rendimenti anormali di ciascuna impresa per N sufficientemente grande (dove N è il numero di giorni della finestra di stima, nel nostro caso pari a 200)⁴¹¹ si distribuiscono come una “Normale” con media zero e varianza $\sigma^2(AR_{it})$ pari a alla varianza della “finestra di stima” nel caso del *constant mean return model*⁴¹²:

$$AR_{it} \sim N(0, \sigma^2(AR_{it})) \quad (8)$$

La “Statistica Test” che si è deciso di utilizzare è la seguente:

$$T\text{-stat} = \frac{AR_{it}}{\sigma(AR_{it})} \sim N(0,1) \quad (10)$$

Essa mette in rapporto, per il titolo i-esimo e considerando $\tau = 0$, il rendimento anormale rilevato nell’*event date* con la sua deviazione standard, ossia la radice quadrata della varianza. Per tal motivo, la “Statistica Test” si distribuisce come una “Normale standard”, con valore atteso nullo e varianza pari a 1. Il test è stato effettuato solamente per gli ARs rilevati nelle due *event date*, poiché quelli misurati nei restanti giorni di ciascuna *event windows* serviranno per il calcolo dei rendimenti anormali cumulati (CARs) sulla base dei quali verrà studiato, nel paragrafo seguente, l’effetto cumulato dell’evento, sia aggregando lungo la dimensione tempo a livello di singola società, sia aggregando nel tempo e nello spazio considerando quindi tutte le società assieme.

Dato che la Statistica Test è distribuita come una normale standard, se il valore assoluto che essa assume è superiore a determinati “valori soglia” – i quali rappresentano i valori critici della distribuzione di riferimento, la normale standard nel nostro caso – allora i rendimenti anormali misurati nelle due Event Date sulla base dei quali la Statistica medesima è stata calcolata, sono significativi ad un certo livello di confidenza.

Ai fini di una migliore comprensione del significato del *test* si riportano a pagina seguente, nella **Tabella 4.2**, i “valori soglia” della *T-stat* (identificati nelle tavole della normale standardizzata) scelti e il correlato livello di confidenza e grado di fiducia.

⁴¹¹ Il teorema del limite centrale suggerisce che se la distribuzione di una variabile casuale (i nostri ARs) ha un campione di osservazioni ampio ($N > 30$), allora la distribuzione medesima tende a distribuirsi normalmente, indipendentemente dalla reale distribuzione della singola variabile. Cfr. CAMPBELL J., LO A., MACKINLAY A., WHITE LAW, R., op citata, p. 160.

⁴¹² Nel caso del market model, la varianza indicata nell’equazione 9, coincide con la varianza di regressione, restituita automaticamente dal programma **STATA13** inserendo il comando di regressione assieme ai parametri del modello.

Tabella 4.2. Valori soglia, livello di significatività e Grado di fiducia scelti per *T-stat*.

Livello di significatività	Grado di fiducia	Valore soglia T-stat
10%	90%	± 1.64
5%	95%	± 1.96
1%	99%	± 2.56

Origine: Elaborazione propria.

Nello specifico, il test di significatività rifiuta l'ipotesi nulla, H_0 , a seconda del confronto tra la "Statistica Test" (*T-stat*) e i valori soglia che si sono scelti, ossia quelli che restituiscono un grado di fiducia pari al 90%, 95% o 99% e un corrispondente livello di confidenza pari, rispettivamente, al 10%, 5% o 1%. In pratica, ogni valore critico ci dice quanta fiducia dobbiamo avere nel nostro Test: maggiore è il valore soglia (in termini assoluti), maggiore è il grado di fiducia del Test e minore è il livello di confidenza del medesimo. Esemplificando, nel caso in cui per l'impresa *i* si ottenga un valore $|T-stat| > 2.56$, si ha un grado di fiducia del 99% e un livello di confidenza dell'1%, ciò significando che, nel 99% dei casi osservati si ha evidenza campionaria che gli extra-rendimenti (AR_{it}) sono significativi – hanno cioè effettivamente generato un impatto anormale sul titolo *i*-esimo – e, specularmente, solamente nell'1% dei casi non è possibile rigettare l'ipotesi nulla H_0 . Si riportano nella **Tabella 4.3.** i rendimenti anormali nelle due diverse date di annuncio – i.e. *event date* - per ciascuna società appartenente al campione indagato, ottenuti mediante il *constant mean return model*, dando evidenza dei Rendimenti anormali significativi⁴¹³.

Tabella 4.3. Rendimenti anormali misurati nelle due *event date* per ciascuna società e livello di significatività - *constant mean return model*.

Società	Event_date_1			Event_date_2		
	AR_{i0}	<i>T-stat</i>	AR_{i0} significativo?	AR_{it}	<i>T-stat</i>	AR_{i0} significativo?
Amplifon	-1.653%	-1.094	No	-1.18%	-0.784	No
Astaldi	1.707%	0.922	No	-2.99%	-1.617	No
Arnoldo Mondadori	-0.615%	-0.245	No	-1.28%	-0.511	No
Cairo Communication	0.227%	0.105	No	-9.37%***	-4.343	Si
Carraro	-1.732%	-0.645	No	0.96%	0.359	No
Centrale del latte d'Italia	3.705%	1.514	No	-2.36%	-0.964	No
Class Editori	-3.421%	-0.762	No	-5.92%	-1.317	No

⁴¹³Considerando che i risultati ottenuti con il market model sono pressoché identici a quelli indicanti nella Tabella 4.3., si è deciso di riportare nel capitolo solamente quest'ultima. In "Appendice" è riportata la **Tabella 4.3.bis** ove sono sintetizzati i risultati ottenuti mediante il *market model*.

Cofide	-1.456%	-0.650	No	3.58%	1.599	No
Conafi prestitò	3.048%	0.637	No	5.08%	1.062	No
Datalogic	-0.200%	-0.084	No	-0.74%	-0.311	No
Davide Campari	-1.714%	-1.432	No	1.07%	0.896	No
Dea Capital	0.880%	0.676	No	0.05%	0.035	No
Diasorin	-0.998%	-0.572	No	0.52%	0.295	No
Exprivia	-2.422%	-1.164	No	0.11%	0.051	No
Fidia	-0.073%	-0.032	No	-0.22%	-0.093	No
Gruppo Waste	3.383%	1.048	No	-2.44%	-0.755	No
Hera	0.775%	0.557	No	1.00%	0.719	No
I.M.A Industria Macchine Automatiche	2.021%	1.146	No	-0.74%	-0.417	No
Intek	1.477%	0.776	No	0.97%	0.511	No
Iren	0.498%	0.282	No	-0.26%	-0.150	No
Landi Renzo	0.275%	0.153	No	-2.04%	-1.135	No
Lventure	-0.320%	-0.105	No	-0.63%	-0.207	No
Maire Tecnimont	0.629%	0.213	No	0.51%	0.174	No
Nice spa	0.830%	0.523	No	-1.56%	-0.981	No
Poligrafica San Faustino	1.007%	0.426	No	0.37%	0.158	No
Sabaf	-0.863%	-0.602	No	-0.78%	-0.546	No
Saes Getters	1.260%	0.524	No	-5.12%**	-2.132	Si
Ternienergia	0.637%	0.312	No	3.21%	1.572	No
Zignago Vetro	3.951%**	2.411	Si	1.27%	0.777	No

Origine: Elaborazione propria. Sono contrassegnati da un asterisco (*), due asterischi (**) e tre asterischi (***), i rendimenti anormali significativi con una fiducia del 90%, 95% e 99% rispettivamente. In verde sono evidenziati i rendimenti anormali significativi positivi, mentre in rosso i rendimenti anormali significativi negativi.

Dalla **Tabella 4.3.** si evince come l’evento di interesse non abbia avuto un impatto significativo nella pressoché totalità dei casi sia nel giorno del primo annuncio, ovverossia quello relativo alla convocazione dell’assemblea in sede straordinaria per l’introduzione della clausola di voto maggiorato, sia nel giorno del secondo annuncio, cioè quello di comunicazione dell’avvenuta adozione della clausola medesima. Solamente per una società, vale a dire per “Zignago Vetro spa”, si è rilevato un rendimento anormale significativo (positivo e pari al 3,95%) in corrispondenza della prima *Event Date*. Considerando invece la seconda *Event Date*, solamente per due società si sono

rilevati rendimenti anormali significativi. Sia nel caso di “Cairo Communication spa” che di “Saes Getters spa” tali rendimenti presentano segno negativo e sono di dimensione particolarmente rilevante, ciò volendo significare che l’adozione della clausola è stata percepita negativamente dal mercato, con una conseguente distruzione di *shareholder value*. Per tutte le altre società, l’evento d’interesse pare non aver provocato alcun effetto rilevante nelle due date di annuncio.

4.2.2. Aggregazione dei Rendimenti Anormali: analisi dei CARs e degli ACARs.

Per valutare l'effetto dell'evento e fare delle considerazioni generali non è sufficiente misurare la significatività dell'impatto nella sola *event date*. Questo perché non è possibile escludere la possibilità che, da un lato, le notizie siano filtrate sul mercato qualche giorno precedente l'annuncio, e dall'altro, che ci sia una lentezza del mercato nel riflettere le informazioni. Per tali motivi, l'impatto potrebbe essersi verificato leggermente in anticipo o leggermente in ritardo. Si rende allora necessario estendere l'analisi a diversi intervalli di giorni attorno a ciascun annuncio. Non solo, al fine di eliminare la possibilità che i risultati ottenuti dipendano da altri eventi, esogeni od endogeni, relativi alla singola impresa si rende necessario estendere l'analisi d'impatto a tutte le imprese del campione d'indagine considerate insieme.

Per far ciò, la metodologia prevede che i rendimenti anormali osservati nei diversi intervalli temporali (*event window* multi-periodale) vengano aggregati secondo due diverse dimensioni: temporale e spaziale. In particolare, come si è anticipato presentando il *T-test*, nel presente lavoro si è scelto di seguire la metodologia proposta da Campbell e Lo(1998)⁴¹⁴, sulla base della quale si procede prima di tutto ad un'aggregazione dei rendimenti anormali attraverso la dimensione tempo per ciascuna società, per poi aggregare ulteriormente le misure considerando la dimensione temporale e spaziale assieme.

È allora essenziale specificare meglio il concetto di Cumulative Abnormal Return (CAR) – letteralmente, Rendimenti Anormali Cumulati – precedentemente introdotto, dal momento che si è deciso di indagare l'evento di interesse in una *event window* scomposta in più periodi. Definiamo $CAR_i(\tau_1, \tau_2)$ come il rendimento anormale cumulato da τ_1 a τ_2 per l'impresa i , dove $T_1 < \tau_1 \leq \tau_2 \leq T_2$, con T_1 e T_2 che rappresentano, è opportuno ricordarli, gli estremi dell'*event window* prescelta. Pertanto, i CAR da τ_1 a τ_2 sono semplicemente la somma dei rendimenti anormali tra essi inclusi. In formule:

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} AR_{it} \sim N(0; \sigma_i^2(\tau_1, \tau_2)) \quad (11)$$

Si noti che nel caso in cui $\tau_1 = \tau_2 = t$ – ossia quando l'intervallo temporale si riduce ad un singolo giorno – il rendimento anormale cumulato coincide con il rendimento anormale rilevato nel giorno t . Nel presente lavoro si sono individuate 4 periodi temporali di ampiezza diversa interni a ciascuna *event window*, sulla base delle quali sono stati calcolati i CARs per ciascuna impresa. Individuando con $\tau = 0$ l'*event date*, gli intervalli temporali sono i seguenti:

- una finestra temporale di 11 giorni, $[\tau-5, \tau+5]$;
- due finestre temporali di 5 giorni, $[\tau-5, \tau-1]$ e $[\tau+1, \tau+5]$;
- una finestra temporale di 3 giorni, $[\tau-1, \tau+1]$;

⁴¹⁴ Cfr. CAMPBELL J., LO A., MACKINLAY A., WHITELAW, R., op citata, p. 161.

- una finestra temporale di 1 giorno, $[\tau = 0]$, in cui si riduce il calcolo al rendimento anormale rilevato nell'*event date*⁴¹⁵.

Essendo i rendimenti anormali cumulati il risultato di una somma di determinati rendimenti anormali, anch'essi si distribuiscono, sotto l'ipotesi nulla, H_0 , come una "Normale" di valore atteso nullo e varianza pari a $\sigma_i^2(\tau_1, \tau_2)$. Quest'ultima è facilmente ottenibile moltiplicando la varianza degli AR_{it} , per il numero degli ARs osservati nella specifica finestra temporale:

$$\sigma_i^2(\tau_1, \tau_2) = (t_2 - t_1 + 1)\sigma^2 AR_{it} \quad (12)$$

Tale valore è importante perché calcolandone la radice quadrata si può ottenere la deviazione standard che rappresenta il denominatore della *T-stat* che viene utilizzata anche per verificare la significatività dei *CARs* calcolati nelle diverse finestre temporali.

A questo punto è possibile calcolare un'ulteriore misura di natura sintetica, ossia gli Average Cumulative Abnormal Returns (*ACARs*) – i.e. rendimenti anormali cumulati medi.

Gli *ACARs* rappresentano l'aggregazione dei $CAR_i(\tau_1, \tau_2)$ come ottenuti dall'equazione (11), attraverso la dimensione spaziale, ossia tra le diverse imprese indagate. Ciò significa che una volta calcolati i Rendimenti anormali cumulati a livello di singola impresa per ciascuna delle finestre temporali su indicate, questi possono essere messi in relazione tra di loro mediante il calcolo della media aritmetica dei rendimenti anormali cumulati delle imprese medesime. In formule:

$$ACAR(\tau_1, \tau_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(\tau_1, \tau_2) \sim N(0; var(ACAR(\tau_1, \tau_2))) \quad (13)$$

Considerata la "normalità" della distribuzione dei rendimenti anormali cumulati, anche gli $ACAR(\tau_1, \tau_2)$ si distribuiscono come una Normale di valore atteso nullo e varianza pari a alla somma delle varianze dei $CAR_i(\tau_1, \tau_2)$ di tutte le imprese osservate, diviso il quadrato del numero delle imprese medesime, ossia⁴¹⁶:

$$var(ACAR(\tau_1, \tau_2)) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_i^2(\tau_1, \tau_2) \quad (14)$$

Osservando l'equazione (13) risulta facilmente verificabile che per la finestra temporale più breve, ossia il caso in cui $\tau_1 = \tau_2 = 0$ – i.e. *1-day window* – si ottiene un valore che rappresenta

⁴¹⁵ Sebbene la significatività dei rendimenti anormali rilevati nelle due *event date* sia stata già sottoposta a "Test statistico", è bene evidenziare che questo è stato fatto a livello di singola impresa. Pertanto, la considerazione delle finestre temporali minima di un giorno si rende necessaria per indagare l'effetto dell'evento di interesse nei giorni di annuncio a livello aggregato, mediante il calcolo degli Average Abnormal Return.

⁴¹⁶ Assumendo che le event window dei 29 titoli indagati non si sovrappongano, è possibile calcolare la varianza degli *ACARs* senza considerare i termini di covarianza, che sono posti uguali a zero e non compaiono nella formula. Cfr. MACKINLAY, A. C., op. citata, p.24.

semplicemente la media dei rendimenti anormali rilevati nell'*event date* per tutti i titoli appartenenti al campione, valore che è noto con la nomenclatura di “Average Abnormal Return” (AAR)⁴¹⁷.

Tutte le misure aggregate così calcolate, sono state sottoposte al medesimo test d'ipotesi che si è condotto per testare la significatività dei rendimenti anormali nelle due *event date*. In particolare la “Statistica Test” utilizzata per i $CAR_i(\tau_1, \tau_2)$ è la seguente:

$$T-stat^{CAR} = \frac{CAR_i(\tau_1, \tau_2)}{\sigma_i(\tau_1, \tau_2)} \sim N(0,1) \quad (15)$$

Mentre la “statistica Test” utilizzata per verificare la significatività degli $ACAR(\tau_1, \tau_2)$ è:

$$T-stat^{ACAR} = \frac{ACAR(\tau_1, \tau_2)}{\sqrt{var(ACAR(\tau_1, \tau_2))}} \sim N(0,1) \quad (16)$$

Il Test è stato condotto seguendo le medesime modalità descritte *supra* con riferimento ai rendimenti anormali. Di seguito si riportano in forma tabellare e in maniera sintetica, i risultati aggregati ottenuti con il *constant mean return model* per ciascuna finestra temporale prescelta, distribuiti per event date (Tabella 4.4). Al fine di verificare l'ipotesi di partenza, viene riportata la percentuale di $CAR_i(\tau_1, \tau_2)$ negativi, ottenuta semplicemente dividendo, per ognuna delle varie finestre temporali, il numero dei $CAR_i(\tau_1, \tau_2)$ negativi per N, ossia per il numero di società appartenenti al campione indagato.

Tabella 4.4. Percentuale di $CAR_i(\tau_1, \tau_2)$ negativi, percentuale di $CAR_i(\tau_1, \tau_2)$ significativi e valori $ACAR(\tau_1, \tau_2)$ e relativa $T-stat^{ACAR}$, distribuiti per event date (*constant mean return model*)

Finestra temporale	% di $CAR_i(\tau_1, \tau_2)$ negativi	% $CAR_i(\tau_1, \tau_2)$ significativi ²	$ACAR(\tau_1, \tau_2)$ ³	$T-stat^{ACAR}$ ⁴
EVENT_DATE_1 (data convocazione assemblea)				
event date¹	41.38%	3.45%	0.374%	0.842
[$\tau-5, \tau+5$]	44.83%	6.90%	-1.387%	-0.942
[$\tau-1, \tau-5$]	58.62%	6.90%	-1.457%	-1.468
[$\tau+1, \tau+5$]	34.48%	3.45%	-0.304%	-0.306
[$\tau-1, \tau+1$]	34.48%	13.79%	1.781%**	2.315
EVENT_DATE_2 (data adozione voto maggiorato)				
event date¹	55.17%	6.90%	-0.653%	-1.470
[$\tau-5, \tau+5$]	44.83%	10.34%	1.185%	0.805

⁴¹⁷ Cfr. CAMPBELL J., LO A., MACKINLAY A., WHITELAW, R., op citata, p. 161.

[$\tau-1, \tau-5$]	41.38%	17.24%	1.706%*	1.719
[$\tau+1, \tau+5$]	51.72%	6.90%	0.132%	0.133
[$\tau-1, \tau+1$]	37.93%	6.90%	0.181%	0.236

Origine: elaborazione propria. ¹ I valori per i $CAR_i(\tau_1, \tau_2)$ riportati in corrispondenza della finestra temporale di un giorno (*1-day window*) rappresentano rispettivamente la percentuale di AR_{it} negativi day e la percentuale di AR_{it} significativi nell'eventi date, mentre gli $ACAR(\tau_1, \tau_2)$ riportati in corrispondenza della *1-day window* rappresentano gli AAR_{τ} , dove τ indica l'*event date*. ² Si evidenziano in grassetto le percentuali di $CAR_i(\tau_1, \tau_2)$ significativi più elevate per ciascuna *event date*. ³ Sono contrassegnati con un asterisco (*) e due asterischi (**) i valori significativi con un grado di fiducia al 90% e 95% rispettivamente. Gli stessi sono evidenziati in verde se positivi. ⁴ In grassetto sono evidenziati i valori $T-stat^{ACAR}$ che hanno superato il test di significatività.

La **Tabella 4.4.** consente di fare delle considerazioni importanti. Il fatto che le percentuali di $CAR_i(\tau_1, \tau_2)$ significativi siano così basse nella maggior parte dei casi denota che, nelle date in cui si sono verificati gli annunci e in alcune delle diverse finestre temporali costruite attorno ad esse, l'evento non ha avuto un impatto rilevante. Ciò è confermato dai Rendimenti anormali cumulati medi (ACARs), individuati nella quarta colonna della tabella. Essi evidenziano che in corrispondenza della maggior parte delle finestre temporali indagate, l'effetto dell'introduzione della clausola non è stato significativo. Tuttavia, ciò non implica che l'introduzione della clausola di voto maggiorato non abbia prodotto alcun effetto. Infatti, se si considerano i valori dei Rendimenti anormali cumulati medi (ACARs) misurati nella finestra $[\tau-1, \tau+1]$ costruita intorno alla prima *event date* e nella finestra $[\tau-5, \tau-1]$, ossia quella costruita considerando i 5 giorni precedenti il secondo annuncio è evidente come questi siano, sulla base dei risultati del Test, significativi al 95% e al 90%, rispettivamente. Ciò è evidentemente dovuto al fatto che proprio in corrispondenza delle due finestre temporali anzidette si rilevano le percentuali di $CAR_i(\tau_1, \tau_2)$ significativi più elevate. La **Tabella 4.4.** fornisce anche due ulteriori evidenze di estrema importanza, strettamente connesse con l'ipotesi di risultato formulata in partenza:

- i rendimenti anormali cumulati medi significativi, presentano segno positivo, e registrano i valori più alti in termini assoluti (+1,781% nei 2 giorni intorno al primo annuncio e +1,706% nei 5 giorni precedenti il secondo annuncio);
- il 65,52% e il 58,62% dei titoli considerati ha un rendimento positivo nei due giorni intorno al primo annuncio e nei 5 giorni precedenti il secondo rispettivamente;

Ciò consente di evidenziare che l'introduzione della clausola di voto maggiorato ha generato, a livello aggregato, un impatto positivo sullo *shareholder value*.

I risultati ottenuti conducendo l'analisi mediante l'utilizzo del *constant mean return model* sono confermati da quelli ottenuti attraverso il *market model*, per i quali è inserita in "Appendice" una tabella analoga (**Tabella 4.4.bis**).

4.2.3. Interpretazione dei risultati.

Lo studio condotto ha fornito diverse evidenze che è a questo punto opportuno sintetizzare brevemente. La misurazione e analisi dei rendimenti anormali ottenuti per ciascuna società indagata in corrispondenza delle due date d'annuncio ha evidenziato che nella quasi totalità dei casi non è stato possibile rilevare effetti statisticamente significativi. Tuttavia, ciò non permette di concludere che l'evento "introduzione della maggiorazione del diritto di voto" non abbia avuto alcun impatto sul benessere degli azionisti di minoranza. Per valutare meglio l'effetto dell'evento di interesse si è reso necessario passare da un'analisi puntuale – ossia, un'analisi condotta a livello di singola impresa e di singolo giorno (l'*event date*) – ad un'analisi aggregata, ciò comportando il calcolo di ulteriori misuratori d'impatto: i "rendimenti anormali cumulati" (CARs) e i "rendimenti anormali cumulati medi" (ACARs). In tal modo, si è potuto verificare l'impatto dell'evento depurando l'indagine da diversi problemi di distorsione dei risultati concernenti:

- la possibilità che il mercato filtri le notizie qualche giorno precedente l'annuncio o che ci sia una lentezza del mercato medesimo nel riflettere le informazioni divenute di dominio pubblico;
- la possibilità che i risultati ottenuti dipendano da altri eventi, esogeni od endogeni, inerenti alla singola, specifica impresa.

I risultati che si sono presentati nel precedente paragrafo consentono quindi di asserire che, come anticipato, a livello aggregato l'evento di interesse ha generato un *impatto significativo positivo*, ossia che l'introduzione della maggiorazione del voto non ha danneggiato gli azionisti. È estremamente emblematico che tale impatto sia stato registrato nell'immediato intorno della prima *event date*, ossia la data di convocazione dell'assemblea, e nella finestra temporale immediatamente precedente la seconda *event date*, ossia la data in cui l'assemblea straordinaria ha deliberato l'introduzione delle azioni a voto maggiorato.

Nel primo caso si tratta, di fatto, del momento in cui il mercato viene per la prima volta a conoscenza dell'intenzione della società di introdurre in statuto la clausola di maggiorazione del diritto di voto. Confrontando tale risultato con l'assenza di significatività del "rendimento anormale cumulato medio" registrato nell'*event date* corrispondente – ciò che nella **Tabella 4.4.** è indicato come AAR_t – appare evidente che l'effetto possa essere stato anticipato dal mercato, o, al contrario, riflesso con un lieve ritardo. Questo risultato è connesso al fatto che considerando una finestra di 3 giorni è più probabile cogliere l'effetto sui corsi di Borsa.

Nel secondo caso, la spiegazione per cui l'impatto positivo dell'evento si è manifestato nei 5 giorni antecedenti l'*event date*, potrebbe essere data prendendo a riferimento la particolare tipologia di assetto proprietario che caratterizza la totalità delle imprese appartenenti al campione d'indagine. La presenza di un azionista di controllo – o, in limitati casi, di un controllo congiunto da parte di più

azionisti legati da patti parasociali⁴¹⁸ – titolare di un’elevata percentuale di partecipazione al capitale sociale potrebbe aver generato in capo agli investitori operanti sul mercato un’aspettativa di adozione della clausola di maggiorazione del diritto di voto, ciò portando ad un’anticipazione dell’effetto. Nella stessa direzione muove l’evidenza del minor grado di fiducia (90%) che si è registrato in questo secondo caso rispetto al primo, come a significare che l’impatto c’è sì stato, ma esso è stato meno significativo rispetto alla prima *event date*.

A questo punto, ricordando il giudizio sui limiti dell’intervento del legislatore del 2014 che si è espresso nel precedente capitolo è d’obbligo cercare di individuare le ragioni che hanno spinto il mercato a valutare positivamente l’introduzione dell’istituto delle azioni a voto maggiorato e che, conseguentemente, costringono a rigettare l’ipotesi che si è posta inizialmente, ossia che l’evento in questione genera un effetto negativo sulle performance azionarie e, conseguentemente, determina un depauperamento nella sfera economica degli azionisti di minoranza.

Tali ragioni, di nuovo, sono in parte connesse a quella caratteristica peculiare che accomuna le società indagate: la presenza di assetti proprietari concentrati e di un controllo già saldamente nelle mani di una famiglia imprenditoriale.

Partendo da tale considerazione, i risultati ottenuti possono essere spiegati richiamando gli aspetti positivi che le azioni a voto potenziato in generale e, quelle a voto maggiorato in particolare, possono provocare qualora introdotti in un simile contesto, aspetti ampiamente discussi nel precedente capitolo. Prima di tutto, l’introduzione della maggiorazione del voto può essere sfruttata dall’azionista di controllo per reperire risorse da impiegare nel finanziamento di nuovi progetti o per risollevarsi da situazioni di crisi. Infatti, la maturazione della maggiorazione del diritto di voto consente, in prospettiva, a tale soggetto di raddoppiare – nell’ipotesi in cui in statuto si sia prevista la misura massima consentita dal legislatore – il numero di voti esprimibili in assemblea, così che egli sia maggiormente incentivato a ricorrere nuovamente al mercato dei capitali di rischio: infatti, la diluizione della propria partecipazione a seguito dell’ingresso di nuovi soci, viene compensata dal raddoppio dei voti. Secondariamente, l’istituto in esame può consentire all’azionista di controllo di diversificare maggiormente il proprio portafoglio, riducendo il livello di rischio *firm-specific* connesso al proprio investimento.

Infine, ed è forse questo l’aspetto più rilevante, potrebbe essere proprio l’identità dell’azionista di controllo a giustificare una simile reazione del mercato. Il fatto che nella quasi totalità delle società indagate il controllo sia nelle mani di una famiglia che da anni gestisce la società e che, probabilmente, ha anche maturato un “legame affettivo” nei confronti dell’impresa societaria medesima, è un fattore che non può non essere considerato.

In sostanza, si è avuto modo di illustrare ampiamente che l’obiettivo dell’introduzione di azioni a voto potenziato – e, quindi, anche delle azioni voto maggiorato che a tale categoria appartengono –

⁴¹⁸ Di tali caratteristiche si è già fornita evidenza nel primo capitolo, in particolare v. ¶ 1.3.3., Tabella 1.1.

in queste particolari realtà societarie è quello di consentire all'azionista di controllo di preservare il suo indefinito e incontestabile controllo sulla società, così da rendere ogni tentativo di scalata ostile impossibile. La letteratura economica, come si è avuto modo di constatare, ha motivato l'esigenza dell'introduzione di azioni a voto potenziato prendendo a riferimento il concetto di *private benefits of control*, implicitamente assumendo, in sostanza, un atteggiamento opportunistico dell'azionista di controllo. Sulla base delle considerazioni relative all'identità dell'azionista di controllo è allora ragionevole dubitare che nella maggior parte delle società a controllo familiare, la famiglia imprenditoriale di riferimento operi in maniera opportunistica, con la sola prospettiva di sfruttare le lacune lasciate dal legislatore in termini di protezione degli azionisti di minoranza. I risultati dello studio, insomma, potrebbero essere corroborati dall'adozione di un diverso punto di vista, quello per cui l'azionista di controllo agisce con l'obiettivo di incrementare il valore della società, implementando la sua "*idiosyncratic vision*", vale a dire la sua visione imprenditoriale⁴¹⁹. In tal senso, l'adozione del voto maggiorato in società del tipo di quelle indagate, potrebbe essere stata percepita positivamente dal mercato proprio perché in grado di blindare ulteriormente il controllo della famiglia di riferimento, di garantire stabilità negli indirizzi societari così consentendo, per tal via, che la società continui ad operare nell'ottica di realizzare la visione imprenditoriale della famiglia medesima.

A fianco a tali considerazioni teoriche è opportuno evidenziare, come si è più volte precisato nel corso della trattazione, che il "beneficio del voto maggiorato" richiede minori esigenze di tutela rispetto all'istituto del voto plurimo poiché liberamente accessibile da qualsiasi azionista. Si sono tuttavia anche messe in luce, nel precedente capitolo, alcune lacune normative che hanno in parte ingenerato l'aspettativa negativa sui risultati dell'*event study*.

Come si ricorderà la principale mancanza è stata individuata nel non aver fissato, ai fini della maggiorazione del diritto di voto, oltre ad un limite minimo di detenzione, anche un limite massimo. La possibilità di introdurre una finestra temporale più lunga ai fini dell'ottenimento della maggiorazione può infatti impedire, da un punto di vista pratico, l'accesso al beneficio medesimo da parte degli *azionisti estranei al controllo*. Tale rischio è stato sopperito, nella totalità dei casi indagati, dall'autonomia statutaria. Tutte le società oggetto del campione hanno infatti fissato il *vesting period* nella misura minima stabilita dal legislatore (24 mesi), così da incentivare il *long-term commitment* degli azionisti⁴²⁰. Essendo tale informazione contenuta nella relazione che gli amministratori devono mettere a disposizione dei soci prima della data di riunione dell'assemblea, questa è stata sicuramente presa in considerazione dagli investitori, così da poter essere considerata come una delle motivazioni che hanno spinto il mercato a valutare positivamente tale introduzione.

⁴¹⁹ Cfr. GOSHEN Z. & HAMDANI A., 2016. "Corporate Control and Idiosyncratic Vision" in *The Yale Journal of Law*, 125, p. 563.

⁴²⁰ Si è giunti a tale conclusione tramite l'analisi degli statuti delle singole società, accessibili dalla sezione Investor Relations dei rispettivi siti societari.

Una simile previsione, infatti, evita di imporre un eccessivo onere di illiquidità agli azionisti di minoranza, elemento che potrebbe avere effetti negativi sull'appetibilità delle azioni per gli investitori finanziari e istituzionali e, quindi, per il mercato.

Pertanto, cumulando le caratteristiche in termini di assetti proprietari delle società indagate, gli aspetti economici positivi sopra richiamati ad esse strettamente connessi e le caratteristiche delle azioni a voto maggiorato così come risultano dalla combinazione delle disposizioni di legge e delle disposizioni statutarie, si può, forse, più agevolmente comprendere la ragione per cui le risultanze dell'indagine portino a concludere che il mercato ha intravisto nell'adozione dello strumento in esame più che un rischio, un'opportunità. Gli azionisti di minoranza hanno, in sostanza, accettato la restrizione futura dei loro diritti - restrizione che si verificherà al momento della maturazione del beneficio in capo all'azionista di controllo – nell'aspettativa di massimizzare la propria ricchezza, valorizzando, di fatto, i vantaggi connessi alle azioni a voto maggiorato. Delle considerazioni ulteriori si rendono necessarie.

In primo luogo, è necessario evidenziare che la relativamente recente adozione del voto maggiorato da parte delle società italiane ha costretto a limitare l'analisi d'impatto ad una valutazione di breve periodo. Solamente il tempo consentirà di verificare negli anni a venire se l'aspettativa positiva del mercato sarà confermata o meno dai risultati, in termini di creazione di valore, che le società che hanno introdotto la maggiorazione del diritto di voto realizzeranno nel lungo periodo.

Inoltre, è opportuno rimarcare ulteriormente che l'analisi ha riguardato per la quasi totalità società già caratterizzate, prima dell'adozione dell'istituto *de quo*, dalla presenza di un controllo stabile, società in cui, in sostanza, poco o nulla sarebbe cambiato in termini di *governance* nella situazione controfattuale, ossia in caso di mancata introduzione della maggiorazione del diritto di voto. Ciò, non solo consente di spiegare meglio l'esistenza di un effetto positivo – posto che tale strumento potrà essere utilizzato, come si è avuto modo di evidenziare, per effettuare ricapitalizzazioni efficienti e dare maggiore liquidità al titolo – ma permette anche di evidenziare che tale risultato non può essere esteso ad altre realtà societarie.

Alla luce di ciò, viene spontaneo interrogarsi su cosa accadrebbe se l'evento "introduzione della maggiorazione del diritto di voto" riguardasse società diverse nelle quali è pur possibile che esso si verifichi, come ad esempio società con un controllo meno stabile e solido o comunque, caratterizzate dalla presenza rilevante di minoranze rappresentate da investitori istituzionali soprattutto esteri, visto il loro maggior grado di presenza rispetto agli investitori nazionali; .

Occorre evidenziare che sebbene la necessità di introdurre la maggiorazione del diritto di voto mediante una modifica statutaria e, quindi, passando per i *quorum* rafforzati dell'assemblea straordinaria, rappresenti già da se un deterrente ad una simile proposta – come conferma proprio il dato sulle caratteristiche proprietarie delle società indagate – la presenza di un "nocciolo" di controllo meno esteso, ma comunque "di controllo", rende necessario tenere in considerazione che anche in tali società potrebbe, in futuro, essere introdotto il voto maggiorato.

La maggiore instabilità degli assetti proprietari e la forte presenza di investitori istituzionali, potrebbero allora far emergere degli effetti fortemente negativi sul valore del titolo. Infatti, il giudizio negativo manifestato dagli investitori istituzionali rispetto a tale meccanismo - che in simili contesti trasformerebbe un controllo di fatto in un controllo di diritto degli *incumbents* - rende lecito attendersi, in occasione dell'evento, numerose operazioni di disinvestimento da parte dei medesimi, con un conseguente riflesso negativo sul corso dei titoli di tali società.

Lo stesso potrebbe dirsi per quelle grandi società pubbliche quotate nelle quali si sono intrapresi da tempo dei processi di privatizzazione che non sono, però, ancora giunti a compimento. In tal senso è opportuno richiamare brevemente quanto detto nel corso del primo capitolo dibattendo di “contraddizioni di politica legislativa”. In quella sede si è detto che uno dei principali obiettivi alla base dell'introduzione della maggioranza del voto è stato proprio quello di contribuire alle finanze statali, in particolare per alienare ulteriori azioni di ENEL e ENI senza perdere la maggioranza di fatto in assemblea. Allo stesso tempo, si è anche osservato come tale obiettivo potrebbe non essere realmente raggiungibile mediante l'istituto medesimo, poiché l'alienazione di ulteriori *tranches* di partecipazioni avverrebbe ad un prezzo più basso – tale abbassamento dipendendo dal fatto che le azioni che si vorrebbero vendere attribuirebbero, al momento della vendita e per almeno due anni, un potere di voto inferiore – con un conseguente minor incasso e che, in un'ottica di medio-lungo periodo, l'eventuale alienazione comporterebbe una diminuzione dei flussi di cassa derivanti dalla percezione dei dividendi, notoriamente alti nelle politiche di tali società. Se a queste considerazioni si aggiunge che nelle società partecipate quotate la partecipazione statale si attesta in genere su misure comprese tra il 20% e il 30%⁴²¹ con una forte rappresentanza delle minoranze da parte di investitori istituzionali attivi, è lecito attendersi anche in un simile caso degli effetti negativi.

In conclusione, sebbene i limiti, in termini di “oggetto”, dell'analisi condotta non consentono di generalizzare i risultati ottenuti e spingono ad interrogarsi su “cosa” potrebbe accadere in diversi contesti societari in caso di introduzione della maggioranza del voto, essi lasciano spazio ad un'importante riflessione. Il fatto che, a quasi tre anni dall'entrata in vigore della “mini-riforma”, la quasi totalità delle società che hanno introdotto in statuto la clausola di voto maggiorato presenta assetti di controllo molto stabili evidenzia che forse la maggioranza del voto sia stata concepita, contrariamente alle esigenze “dichiarate” dal legislatore, nell'ottica di favorire determinati gruppi di controllo, con l'obiettivo non tanto di attrarre gli investimenti stranieri, quanto, piuttosto, di evitare la perdita delle attività produttive originariamente stabilitesi nel nostro Paese.

⁴²¹ Esemplificando: in ENI l'azionista pubblico detiene attualmente il 30,1% del capitale, mentre il 56,26% del capitale è nelle mani di investitori istituzionali (v. https://www.eni.com/it_IT/azienda/governance/azionisti.page); in ENEL lo Stato detiene una partecipazione del 23,59%, il resto essendo di pertinenza del mercato - piccoli risparmiatori, grandi investitori istituzionali esteri come Blackrock Inc. e investitori professionali minori (v. www.consob.it/main/documenti/assetti/semestre1-2017/117467_TVotDich.html).

4.3. Un'analisi del *turnover* dell'azionariato: evidenze empiriche sulla risposta degli investitori istituzionali all'introduzione della maggioranza del voto.

4.3.1. Alcune evidenze dalle assemblee introduttive del voto maggiorato

Lo studio empirico appena condotto ha consentito di indagare l'effetto netto prodotto dall'introduzione delle azioni a voto maggiorato per la generalità degli azionisti di minoranza, tra cui anche, quindi, gli investitori istituzionali presenti nell'azionariato delle società che l'hanno introdotto. A fianco a tale valutazione, che ha portato all'evidenziazione di un impatto positivo, è interessante proporre un'analisi – sicuramente meno affidabile da un punto di vista metodologico di quella poc'anzi condotta, ma comunque interessante per le considerazioni che consente di fare – concernente la dinamica dell'azionariato nell'intorno di quegli stessi eventi precedentemente analizzati, vale a dire:

- la data di convocazione dell'assemblea chiamata a decidere sull'introduzione del voto maggiorato;
- la data di adozione della clausola di maggioranza del diritto di voto.

Per far ciò, si sono prese a riferimento le variazioni intervenute nelle “partecipazioni rilevanti”, dalle quali è stato possibile ricavare un indicatore di “*turnover*” funzionale a rintracciare eventuali azioni di risposta intraprese dagli “azionisti rilevanti” e, tra questi, dagli investitori istituzionali, a seguito dell'introduzione del voto maggiorato. Ciò può consentire, con tutti i limiti del caso, di evidenziare l'esistenza e, eventualmente, la direzione di tali reazioni con riferimento specifico, però, alla singola realtà societaria. In sostanza, lo scopo di questo secondo tipo di indagine empirica è quello di verificare se alle aperte critiche manifestate dagli investitori istituzionali nei confronti dell'intervento del legislatore del 2014, si siano affiancate delle reazioni maggiormente concrete, consistenti, al limite, in operazioni di disinvestimento. Coerentemente ai risultati ottenuti mediante l'*event study*, è lecito attendersi l'assenza di tali operazioni nei periodi circostanti ai due annunci.

Prima di entrare nel dettaglio dell'indagine anzidetta, occorre evidenziare che sicuramente delle reazioni negative si sono manifestate in sede di approvazione della delibera introduttiva del voto maggiorato, ciò evincendosi dall'analisi degli esiti delle votazioni contenuti nei verbali delle relative assemblee straordinarie. Occorre evidenziare la mancanza di osservazioni relativamente a 3 società – Fidia spa, Openjobmetis spa e Technogym spa. La mancanza dei dati è dovuta all'impossibilità di reperire - sia nei siti societari, sia negli archivi della Consob e di Borsa Italiana - i verbali relativi alle specifiche assemblee.

Ciò non desta particolari problemi, posto che il campione è particolarmente ampio e che per due di tali società – Openjobmetis spa e Technogym spa – eventuali confronti con i risultati ottenuti

dall'event study non avrebbero potuto essere comunque effettuati, vista la loro non inclusione nello studio medesimo. Dei risultati ottenuti si dà evidenza **Tabella 4.5**.⁴²².

Tabella 4.5. Esito votazioni relative all'introduzione della clausola statutaria di voto maggiorato.

Società	Favorevoli (%) ¹	Contrari (%) ¹	Astenuti (%) ¹	Capitale votante rappresentato in assemblea (%)	Capitale sociale azionista/i di controllo (%)
Amplifon	69.90% (57.32%)	30.1% (24.68%)	---	82.10%	54.00%
Arnoldo Mondadori Editore spa	89.34% (65.86%)	10.66% (7.85%)	---	73.72%	53.06%
Astaldi	71.47% (53.63%)	28.53%(21.40%)	---	75.03%	52.52%
Cairo Communication	99.87% (78.47%)	0.123% (0.09%)	---	78.57%	72.88%
Carraro spa	100.0% (65.30%)	---	---	65.30%	44.09%
Centrale del latte d'Italia	100.0% (65.30%)	---	---	63.05%	57.31%
Class Editori spa	100.0% (70.81%)	---	---	70.81%	60.72%
Cofide	94.24% (54.83%)	5.76% (3.35%)	---	58.18%	51.92%
Conafi prestitò spa	100.0% (56.13%)	---	---	56.13%	51.31%
Datalogic spa	100.0% (83.92%)	---	---	83.92%	64.65%
Davide Campari Milano spa	76.05% (61.78%)	23.93%(19.44%)	0.02% (0.01%)	81.24%	51.00%
Dea Capital	93.93% (58.34%)	6.05% (3.75%)	0.02% (0.01%)	62.10%	58.13%
Diasorin spa (*)	73.34% (60.46%)	26.35% (21.94%)	0.31% (0.02%)	82.42%	65.10 %
Exprivia spa	100.0% (50.50%)	---	---	50.50%	49.89%
Fidia spa	---	---	---	---	---
Gruppo Waste Italia spa	100.0% (50.61%)	---	---	50.61%	44.01%
Hera spa (*)	81.61% (60.95%)	18.22% (13.61%)	0.17% (0.13%)	74.69%	56.65%
I.M.A. Industria Macchine Automatiche spa	76.19% (60.26%)	20.57% (16.27%)	3.23% (2.53%)	79.06%	66.22%
Intek group spa	97.84% (46.09%)	2.16% (1.02%)	---	47.11%	45.75%
Iren spa	79.45% (57.78%)	19.63% (14.29%)	0.91% (0.66%)	72.73%	35.54%
Landi Renzo spa	86.73% (59.11%)	13.27% (9.04%)	---	68.15%	54.66%
Lventure Group spa	100.0% (43.76%)	---	---	43.76%	39.99%
Maire Tecnimot spa	87.62% (66.71%)	12.38% (9.43%)	---	76.14%	55.02%
Nice spa	99.59% (81.07%)	0.40% (0.33%)	---	81.40%	69.45%
Openjobmetis spa	---	---	---	---	---
Poligrafica San Faustino spa	100.0% (45.07%)	---	---	45.07%	45.07%

⁴²² Nelle società contrassegnate da un asterisco (*) le percentuali relative al soggetto controllante sono il risultato della somma delle partecipazioni rilevanti detenute da azionisti legati da un patto parasociale..

Sabaf spa	90.60% (51.48%)	9.40 % (5.34%)	---	56.82%	30.72%
Saes getters spa	95.17% (50.58%)	4.83% (2.57%)	---	53.17%	50.23%
Technogym spa	---	---	---	---	---
Ternienergia	99.94% (62.97%)	0.06% (0.04%)	---	63.01%	46.78%
Zignago vetro	93.32% (65.20%)	6.68% (4.67%)	---	69.86%	65.00%

Origine: Elaborazione propria (fine maggio 2017). Dati raccolti dai verbali assembleari reperiti sui *siti internet* delle singole società, ove disponibili. ¹ Le percentuali indicate fuori parentesi sono riferite al “*capitale votante rappresentato in assemblea*”, mentre quelle indicate tra parentesi danno evidenza del peso percentuale dei favorevoli, contrari e astenuti sul capitale sociale.

I dati raccolti sono estremamente significativi, specie là dove si confrontino quelli riportati nella colonna denominata “*capitale sociale azionista/i di controllo (%)*” con quelli relativi alla colonna dei voti favorevoli, da tale confronto emergendo un’evidenza rilevante: nella pressoché totalità dei casi la percentuale dei voti favorevoli espressa in funzione del capitale sociale (il dato indicato tra parentesi) è estremamente vicina alla percentuale di partecipazione al capitale sociale propria del/i socio/i di controllo. Se a tale considerazione si aggiungono i dati relativi ai voti contrari si può notare come l’approvazione del voto maggiorato abbia incontrato una forte opposizione da parte della quasi totalità degli *azionisti estranei al controllo*. In particolare, dall’analisi delle tabelle degli azionisti intervenuti in assemblea riportate in allegato ai verbali assembleari e ai rendiconti sintetici delle votazioni⁴²³ rivela che i voti contrari siano stati espressi quasi esclusivamente da “investitori istituzionali” – in proprio e mediante gli strumenti della “sollecitazione e/o raccolta di deleghe”⁴²⁴ - ciò dando prova, di nuovo, dell’aperto contrasto manifestato da questa categoria di soggetti verso l’istituto in esame.

In conclusione, agli atteggiamenti di aperta critica verso l’introduzione delle azioni a voto potenziato manifestati dagli investitori istituzionali “di peso” in occasione dell’intervento del legislatore del 2014 si sono affiancati fenomeni di “attivismo difensivo” nella quasi totalità delle assemblee straordinarie convocate dalle società che ad oggi hanno optato per l’introduzione della maggiorazione del diritto di voto.

⁴²³ Tali documenti - che non vengono riportate per evitare di appesantire eccessivamente la trattazione - sono facilmente accessibili dalla sezione “Investor Relations” dei vari siti societari.

⁴²⁴ Ex artt. 136 e 141 del Tuf, nell’ordine di citazione.

4.3.2. *Dati, costruzione dell'indicatore e limiti dell'indagine.*

Ci si chiede ora, riprendendo quanto anticipato inizialmente, se a questi fenomeni di “attivismo difensivo” si siano accompagnate delle reazioni ulteriori da parte della medesima categoria di soggetti, consistenti, in sostanza, in una riduzione della propria percentuale di partecipazione al capitale sociale, il seguente ragionamento consentendo di comprendere la ragione per cui ci si sta ponendo tale interrogativo nonostante le risultanze dell'*event study* abbiano denotate che la reazione del mercato sia stata nel complesso positiva:

- da un lato, l'introduzione dell'istituto in esame è percepita dagli investitori istituzionali come un “peggioramento” della qualità della governance societaria e, quindi, come un incremento del livello di rischio connesso al proprio investimento;
- dall'altro, l'istituto in esame è in grado di generare - nel momento in cui il beneficio del voto doppio viene a maturazione e, contemporaneamente, spetti esclusivamente al socio di maggioranza – una forte riduzione del potere di influenza degli investitori istituzionali medesimi.

Tutto ciò può allora essere contemperato mediante una riduzione del proprio “coinvolgimento” nel capitale di rischio dell'emittente quotato.

Entrando maggiormente nel dettaglio della dinamica evolutiva delle partecipazioni rilevanti, questa è stata ricostruita mediante la rielaborazione delle informazioni contenute nelle comunicazioni ricevute dalla Consob e dalle società emittenti che hanno introdotto il voto maggiorato e effettuate ai sensi dell'art. 120 del Tuf, prendendo a riferimento una finestra temporale ridotta (d'ora in poi “periodo di riferimento”) che inizia dai 10 giorni precedenti la data di convocazione dell'assemblea per l'introduzione del voto maggiorato e culmina il sessantesimo giorno successivo alla data di approvazione della relativa delibera assembleare. Si è scelto di prendere a riferimento una finestra temporale minore nella fase antecedente il primo annuncio, poiché è difficile che, allontanandosi ulteriormente dalla data in cui per la prima volta la notizia è comunicata ufficialmente agli azionisti, eventuali variazioni nelle partecipazioni rilevanti possano essere state motivate dall'evento in esame. La significatività dei risultati dell'indagine che saranno di seguito commentati, deve essere contemperata dalla presenza di diversi limiti, di seguito elencati:

- i) Le operazioni di investimento/disinvestimento degli investitori istituzionali possono essere state influenzate da altri eventi e circostanze specifici della società oggetto d'indagine avvenuti all'interno del “periodo di riferimento”;
- ii) Gli obblighi di comunicazione delle variazioni di partecipazioni rilevanti sorgono al momento del superamento di determinate soglie⁴²⁵, ciò comportando il rischio che

⁴²⁵ V. capitolo 2, ¶ 2.4.3., nota 283.

eventuali operazioni di investimento/disinvestimento realizzate nell'intorno delle date suddette non vengano catturate dall'indicatore;

- iii) Il nuovo testo dell'art. 120 del Tuf, come modificato dal decreto competitività, ha elevato la soglia della rilevanza al 5% per le PMI, ciò aggravando – viste anche le non rilevanti dimensioni degli emittenti appartenenti al campione d'indagine – il rischio che la presenza di investitori istituzionali in maniera significativa e eventuali variazioni della partecipazione da questi detenuta non oltrepassanti tale soglia non vengano rilevate dall'indicatore;
- iv) L'assenza di investitori istituzionali titolari di partecipazioni rilevanti all'interno dell'azionariato della società⁴²⁶.

Nella **Tabella 4.6** riportata a pagina seguente si dà evidenza delle variazioni nelle partecipazioni rilevanti intercorse nel “periodo di riferimento”, non includendo nell'elenco le società per le quali nessuna variazione è stata rilevata. Ai fini di una miglior comprensione delle dinamiche evolutive degli assetti proprietari, il “periodo di riferimento” è stato scomposto in due *sub*-periodi:

- Il primo che va dal quindicesimo giorno di calendario antecedente la data di convocazione dell'assemblea e che, per esigenze di semplificazione della trattazione, è indicato in tabella con la seguente dicitura: “*period_1*”. La sua ampiezza può variare da una società all'altro, dipendendo dalla distanza temporale tra la data di avviso di convocazione dell'assemblea e la data di adozione;
- Il secondo, che ha durata di fissa 60 giorni di calendario e inizia a decorrere dal giorno immediatamente successivo alla data di adozione della delibera assembleare e che, coerentemente alla nomenclatura sopra definita, è indicato con l'espressione “*period_2*”.

Tale ripartizione, si rende necessaria per mettere in evidenza le variazioni che si sono registrate prima dell'approvazione del voto maggiorato, in un momento in cui, cioè, c'erano ancora delle incertezze circa l'approvazione del voto maggiorato e c'era la possibilità per gli investitori istituzionali di “far sentire la propria voce” in corso di assemblea – come, tra l'altro, si è già messo in evidenza nella **Tabella 4.5**.

⁴²⁶ In particolare, all'interno del “periodo rilevante” non risultavano esistenti azionisti titolari di partecipazioni rilevanti, diversi dal socio di controllo, nelle seguenti società: Fidia spa, Gruppo Waste Italia spa, I.M.A. Industria Macchine Automatiche spa e Zignago Vetro.

Tabella 4.6. Turnover azionisti rilevanti nel “periodo di riferimento”: variazioni distribuite per sub-periodo.

Società	Period_1				Period_2			
	Inv. Istituzionale	Pre	Post	% Var	Inv. Istituzionale	Pre	Post	% Var
<i>Amplifon</i>	---	---	---	---	FMR LCC	4.92%	2.08%	-57.73%
<i>Astaldi</i>	---	---	---	---	PIONEER ASSET MANAGEMENT SA	5.07%	4.92%	-3.04%
<i>Campari</i>	---	---	---	---	INDEPENDENT FRANCHISE PARTNERS LLP	2.02%	1.56%	-22.99%
<i>Exprivia</i>	---	---	---	---	THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT LTD	2.02%	0.00%	-100.0%
<i>Hera</i>	---	---	---	---	COMUNE DI MODENA	9.82%	6.86%	-30.13%
<i>Landi Renzo</i>	IMPAX ASSET MANAGEMENT GROUP PLC	2.64%	1.90%	-27.80%	---	---	---	---
<i>Maire Tecnimont</i>	---	---	---	---	BESIX GROUP SA	2.09%	1.94%	-7.27%
<i>Nice</i>	---	---	---	---	UBS GROUP AG	3.28%	2.57%	-21.8%
<i>Openjob metis</i>	---	---	---	---	QUAESTIO INVESTMENTS S.A.	0%	9%	+100.0%
<i>Sabaf</i>	---	---	---	---	DELTA LLOYD ASSET MANAGEMENT NV	15.01%	14.83%	-1.20%
Variazione media				-27.80%	-21.49%			

Origine: elaborazione propria. Dati estrapolati dall’analisi delle comunicazioni di partecipazioni rilevanti, contenute nel database della Consob, disponibile al seguente link: www.consob.it/main/societa_quotate/partecipazioni

Come si evince dai dati riportati in tabella, due sono le evidenze che meritano di essere considerate. In primo luogo, sono relativamente pochi i casi in cui nell’intorno degli eventi considerati si sono verificati fenomeni di investimento/disinvestimento che, avendo determinato il superamento delle soglie previste dall’art. 120 del Tuf, abbiano comportato una modifica rilevante: solamente per 10 società sulle 31 analizzate (il 32,3% dei casi) si sono rilevate delle variazioni nelle partecipazioni rilevanti e solamente per una di queste la variazione è intercorsa nel periodo compreso tra la data di convocazione dell’assemblea e la data di svolgimento della medesima. In secondo luogo, appare significativo il fatto che le variazioni che si sono rilevate attengano tutte – con l’eccezione di quanto riportato per Openjobmetis spa – ad operazioni di disinvestimento, alcune delle quali di rilevante dimensione, con, in generale, una variazione media negativa pari al 21,49% nei sessanta giorni successivi all’introduzione del voto maggiorato e al 27,80% nel sub-periodo precedente. Sulla base di tali risultanze non si può sostenere che gli investitori istituzionali abbiano reagito all’introduzione del voto maggiorato mediante l’esercizio di quella che si è sopra definita come “opzione di *exit*”, ciò essendo sicuramente evidente dal fatto che solamente in un unico caso su 31 si è registrato l’azzeramento della partecipazione. Il fatto che la percentuale di disinvestimenti significativi rilevati sia così bassa e il fatto che questa potrebbe essere ancora più bassa, non essendo possibile escludere che le operazioni di disinvestimento registrate siano state poste in essere per motivi diversi e

ulteriori a quello che si è ipotizzato, possono essere comunque considerati dei risultati significativi, in quanto tendenzialmente coerenti con le risultanze dell'*event study*. Per comprendere meglio tale affermazione, occorre evidenziare che i limiti dell'indicatore che si è costruito diventano rilevanti nel momento in cui nel "periodo di riferimento" si registri un'elevata frequenza di variazioni nelle "partecipazioni rilevanti". Dal momento che tale frequenza è bassa (il 32,3%) e che le variazioni intercorse possono essere il risultato di eventi ulteriori, si può concludere che il tendenziale atteggiamento critico degli investitori istituzionali verso l'adozione di meccanismi di rafforzamento del controllo non è stato accompagnato dalla reazione "estrema" rappresentata dall'uscita dalla società, ovvero dalla reazione "minore" di riduzione della partecipazione.

Tuttavia, occorre rimarcare ulteriormente ciò che l'indagine condotta non dice, ovverossia che ulteriori e maggiormente numerosi fenomeni di disinvestimento o di investimento potrebbero essersi manifestati nell'intorno di quelle stesse date, non venendo catturati dall'indicatore che si è costruito. Un'analisi maggiormente significativa, avrebbe potuto essere realizzata qualora fosse stato presente all'interno dell'ordinamento un meccanismo in grado di garantire agli emittenti quotati la possibilità di identificare i propri azionisti e, agli intermediari di trasmettere velocemente le informazioni relative agli azionisti medesimi. Sebbene il diritto di identificazione degli azionisti, indipendentemente dalla quota di partecipazione al capitale sociale, fosse già previsto dall'ordinamento nel "periodo di riferimento", esso era – ed è – subordinato a due condizioni: l'inserimento di una previsione statutaria *ad hoc*; l'assenza di un espresso divieto da parte dei singoli azionisti alla comunicazione dei propri dati⁴²⁷. Il fatto che nessuna delle società esaminate abbia adottato tale previsione ha impedito, sostanzialmente, di estendere l'analisi della dinamica dell'azionariato alla generalità degli azionisti estranei al controllo. Ciò non appare un problema rilevante, in quanto della reazione degli azionisti di minoranza in generale si è già data contezza mediante la realizzazione dell'*event study*.

⁴²⁷ L'art 83-*duodecies*, primo comma, Tuf, dispone che "Ove previsto dallo statuto, le società italiane con azioni ammesse alla negoziazione con il consenso dell'emittente nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione italiani o di altri Paesi dell'Unione Europea possono chiedere, in qualsiasi momento e con oneri a proprio carico, agli intermediari, tramite un depositario centrale, i dati identificativi degli azionisti che non abbiano espressamente vietato la comunicazione degli stessi, unitamente al numero di azioni registrate sui conti ad essi intestati".

4.3.3. Azioni a voto maggiorato, investitori istituzionali e rapporti di potere: evidenze empiriche e considerazioni conclusive.

Un ulteriore dato che si è deciso di indagare, strettamente connesso con l’impatto della maggiorazione del diritto di voto nella sfera degli azionisti “attivisti”, attiene alla misurazione dell’effetto di diluzione della partecipazione da questi posseduta determinatosi a seguito della maturazione del voto maggiorato per le azioni dell’azionista di controllo iscritte nell’elenco speciale predisposto dalla società.

Due precisazioni, strettamente connesse tra loro, si rendono necessarie. In *primis*, come si è già anticipato *supra*, la totalità degli emittenti quotati che hanno introdotto il voto maggiorato ha previsto un periodo di possesso continuativo coincidente con quello di durata minima previsto dal legislatore, ovverossia 24 mesi dalla data di iscrizione nell’elenco speciale.

Secondariamente, considerando le date in cui le varie società hanno introdotto in statuto la clausola di maggiorazione del diritto di voto è emerso che solamente in un limitato numero di casi – al tempo in cui si è realizzata l’indagine, vale a dire fine maggio 2017 – il termine per la maturazione del “beneficio” in esame è giunto a scadenza, ciò implicando un ridimensionamento del campione oggetto d’indagine: solamente in cinque società su trentuno, infatti, il *vesting period* di 24 mesi previsto dallo statuto è maturato, ciò dipendendo non solo dalla data di introduzione della clausola statutaria, ma anche dal momento di effettiva predisposizione del “regolamento del voto maggiorato” e dell’“elenco speciale” da parte degli organi amministrativi delle singole società.

Anche in tal caso, essendo le informazioni disponibili limitate agli azionisti titolari di “partecipazioni rilevanti”, l’analisi si è concentrata su quest’ultime, purtuttavia potendosi generalizzare con maggior sicurezza le considerazioni che saranno di seguito fatte.

Dell’alterazione dei rapporti di potere tra soci a seguito della maturazione del beneficio della maggiorazione, viene data evidenza nella tabella a pagina seguente (**Tabella 4.7**).

Tabella 4.7. Effetto del voto maggiorato: Alterazione nei rapporti di potere tra socio di controllo e investitori istituzionali (fine maggio 2017).

Società	Azionista di controllo	Pre ¹	Post ¹	% Var	Investitore istituzionale	Pre ¹	Post ²	% Var
Amplifon	AMPLITER NV (FORMIGGINI ANNA MARIA)	54.84%	66.46%	21.17%	FMR LCC	4.92%	2.08%	-57.73%
					TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA	4.03%	2.83%	-29.81%
Astaldi	FIN.AST SRL	52.53%	69.06%	31.47%	FMR LCC	9.78%	4.74%	-51.58%
Davide Campari	ALICROS SPA.	51.00%	64.22%	25.92%	CEDAR ROCK CAPITAL	7.61%	9.52%	25.03%

Maire Tecnimot	GLV CAPITAL SPA	54.20%	76.70%	41.51%	ARAB DEVELOPMENT ESTABLISHMENT (ARDECO)	10.00%	6.99%	-30.11%
					SCHROEDERS PLC	4.98%	3.48%	-30.18%
Technogym	ALESSANDRI NERIO	60%	75%	25.00%	ARLE CAPITAL PARTNERS LIMITED	11.25%	7.03%	-37.51%

Origine: elaborazione propria. Dati raccolti dall'elenco speciale degli azionisti rilevanti che hanno ottenuto la maggioranza del voto disponibile sul sito internet di ciascuna società e dalle comunicazioni di variazione delle partecipazioni rilevanti effettuate verso la Consob.¹ I valori indicati esprimono la percentuale di partecipazione in funzione del *capitale votante* immediatamente prima e dopo la maturazione del voto maggiorato.

La tabella mostra chiaramente *l'impatto della maturazione* del beneficio del voto maggiorato in termini di variazione dei rapporti di potere tra soci rilevanti. In particolare, all'incremento della percentuale di capitale votante detenuta dal socio di controllo si accompagna nella totalità dei casi indagati un decremento più che proporzionale della percentuale di capitale votante detenuta dai principali azionisti – i.e. azionisti titolari di una partecipazione rilevante – estranei al controllo. Ciò è facilmente intuibile se si considera la formula con cui è calcolata la percentuale di partecipazione al capitale votante:

$$P_i^{\%} = \frac{v_i}{V} * 100$$

dove P_i rappresenta la percentuale di partecipazione del socio i-esimo, v_i il numero dei diritti di voto da esso possedute e V il totale dei diritti di voto che costituiscono il c.d. *capitale votante*.

È evidente che nel momento in cui il numero dei voti complessivamente esercitabili in assemblea aumenta a seguito della maturazione del beneficio del voto maggiorato il valore V , al denominatore nella formula, aumenta. In tal caso, per il socio che matura il diritto alla maggioranza, a fronte di tale diminuzione si verifica un contemporaneo aumento del numero di voti a sua disposizione v_i , mentre per il socio che resta estraneo a tale maturazione non si verifica alcuna variazione. Ciò spiega perché, in termini assoluti, la variazione percentuale del “peso assembleare” subita dai soci che non abbiano usufruito della maggioranza sia sensibilmente superiore rispetto a quella subita dai soci che della maggioranza invece beneficino.

La **Tabella 4.6**, oltre a dare contezza di questo fenomeno, evidenzia anche che in un caso tra quello indagati, diventi beneficiario del voto maggiorato anche un investitore istituzionale (CEDAR ROCK CAPITAL) oltre all'azionista di controllo.

È proprio ciò che offre lo spunto per formulare delle considerazioni conclusive di più ampio respiro, ma sempre limitate al contesto italiano, che rappresenta il punto di riferimento del presente lavoro. Sebbene il voto maggiorato possa provocare un forte ridimensionamento del ruolo degli investitori istituzionali in termini di riduzione del loro “peso assembleare” e, anche per questo, disincentivare gli stessi dal compiere investimenti in società che lo abbiano introdotto, ciò è vero là dove gli investitori istituzionali medesimi non decidano, al pari dell'azionista di controllo, di iscriversi

nell'elenco speciale e di mantenere immobilizzato il proprio investimento per un periodo di tempo relativamente lungo. Tale considerazione, tuttavia, richiede delle ulteriori specificazioni, poiché non estendibile alla totalità dei soggetti appartenenti alla generica categoria degli "investitori istituzionali". In tal senso, l'identità dell'investitore istituzionale rappresenta un fattore determinante, poiché a diverse tipologie di "investitori istituzionali" corrispondono, generalmente, diverse strategie d'investimento. Se da un lato è possibile individuare "investitori" caratterizzati da una strategia d'investimento di lungo periodo e da un attivismo c.d. "low cost" – consistente in iniziative poco costose che non necessitano del possesso di grossi blocchi azionari – come i fondi pensione e le compagnie di assicurazione, dall'altro lato si collocano i fondi comuni d'investimento (anche *hedge*) nei quali le politiche d'investimento sono tipicamente caratterizzate da un'ottica di breve o medio periodo, raramente di lungo. Se, allora, si vuole ipotizzare un utilizzo delle azioni a voto maggiorato da parte di investitori istituzionali, è ragionevole ritenere che questo avvenga per quegli investitori che presentano un orizzonte temporale d'investimento più ampio, poiché disposti a mantenere bloccata la propria partecipazione per un periodo prolungato: il requisito del periodo minimo di possesso di durata almeno pari a 24 mesi ai fini della maturazione della maggiorazione del diritto di voto, rende difficile immaginare che investitori istituzionali che operano seguendo un'ottica d'investimento di breve termine – generalmente inferiore, quindi, ai 24 mesi – possano essere interessati a tale strumento.

Orbene, l'unico caso in cui si è rilevato l'utilizzo del voto maggiorato da parte di un investitore istituzionale è estremamente indicativo: CEDAR ROCK CAPITAL è, infatti, una società di investimenti britannica caratterizzata da una strategia azionaria c.d. "buy and hold" – letteralmente "compra e tieni" – di lungo periodo.

A fronte di tale considerazione emerge, in sostanza, la necessità che non solo le società – e i soggetti che le controllano – tengano in considerazione gli interessi delle minoranze nel momento in cui predispongono la disciplina statutaria delle azioni a voto maggiorato, ma anche che gli investitori istituzionali, in qualità di azionisti di minoranza più naturalmente in grado di svolgere un ruolo "attivo" nella governance societaria, modifichino il proprio atteggiamento verso l'istituto in esame adottando una posizione meno rigida poiché, come si è visto, in qualche caso esso può generare effetti positivi nella sfera di interesse delle minoranze. Tuttavia, tali elementi non paiono essere da soli sufficienti a consentire un utilizzo non-fisiologico delle c.d. *loyalty shares*, ossia strumentale alla tutela degli azionisti estranei al controllo. Ad essi, si rende necessario affiancare un regime prudenziale degli investitori istituzionali a lungo termine – in particolar modo fondi pensione, assicurazioni e fondi UCITS – con cui si dettino appropriate regole organizzative e di condotta nell'esercizio del diritto di voto nelle società da questi partecipate e si riconosca così, in modo espresso, la natura di bene pubblico dell'attività di *stewardship* svolta dagli investitori istituzionali. Regole che impongano, come parte dei doveri di diligenza e fiduciari degli "asset managers", dei paradigmi di comportamento organizzativo e operativo che assicurino l'analisi

sistematica dei temi di corporate governance delle società partecipate e che impongano obblighi di comunicazione al mercato in ordine alla scelta di esercizio o non esercizio del voto.

Ciò non solo potrebbe portare degli incrementi di efficienza del governo societario, mediante l'istituzionalizzazione di una funzione "effettiva" di *monitoring* (prudenzialmente vigilata) in capo agli investitori istituzionali che privilegiano orizzonti di lungo periodo, ma potrebbe anche favorire, in ipotesi di crescita dell'investimento "socialmente responsabile" degli investitori istituzionali medesimi, lo sviluppo di una governance più *multi-stakeholder* e "*socially oriented*".

Conclusioni

Il riconoscimento normativo delle azioni a voto potenziato all'interno del nostro ordinamento ad opera del legislatore del Decreto Competitività, sebbene sia stato accolto con grande favore negli ambienti capitalistici italiani e abbia trovato una “buona” diffusione negli anni immediatamente successivi all'entrata in vigore del menzionato Decreto – anche se con esclusivo riferimento all'istituto del voto maggiorato – ha generato non poche critiche e perplessità in ambito accademico e non: le alterne valutazioni intercorse nell'ambito dell'ampio dibattito che si è sviluppato attorno all'emanazione del Decreto, hanno rappresentato lo spunto per intraprendere il presente lavoro di tesi, con il quale si è cercato di dare risposta a diversi interrogativi, concernenti: la coerenza dell'introduzione di azioni a voto plurimo e maggiorato con il sistema “società per azioni”; la soluzione delle diverse questioni interpretative attinenti alle nuove disposizioni; la valutazione complessiva della qualità dell'intervento normativo operato dal legislatore e i possibili rimedi ai “vuoti” di tutela dallo stesso generati; la presenza di effetti significativi sui corsi di Borsa delle società che hanno introdotto le azioni a voto maggiorato e la verifica della direzione e dell'intensità degli effetti medesimi nella sfera economica degli *azionisti estranei al controllo*. Per il raggiungimento di tali obiettivi, si è fatto ricorso a diversi strumenti di analisi.

Si è avuto modo prima di tutto di verificare, mediante un *excursus* approfondito sull'evoluzione della normativa italiana in tema di diritto di voto nelle società di capitali in generale, e per azioni in particolare, che le azioni a voto potenziato non erano, al tempo di emanazione del Decreto, un istituto completamente nuovo e sconosciuto al nostro ordinamento. Con le codificazioni della seconda metà dell'Ottocento, infatti, si riconobbero ampi margini all'autonomia statutaria nella scelta del criterio di attribuzione dei diritti sociali ritenuto più opportuno, risalendo solamente ad un'epoca più recente l'introduzione del divieto di emissione di azioni a voto plurimo e della conseguente affermazione normativa del principio di proporzionalità potere-rischio, traducibile nella nota regola “un'azione, un voto”. Nonostante ciò, la constatazione che tale criterio abbia rivestito, sin dalla sua introduzione con la codificazione civilistica del '42, la natura di regola di *default*, cioè di norma dispositiva derogabile dall'autonomia privata entro certi limiti stabiliti dal legislatore, e l'intrapresa di un percorso di erosione della regola di proporzionalità mediante l'introduzione progressiva di numerose deroghe – ad esempio, l'introduzione delle azioni di risparmio nel '74, e delle azioni senza voto, a voto limitato o condizionato a particolari argomenti con la riforma del 2003 - ha messo in luce la reale *voluntas legislatoris*, consistente nell'ampliamento progressivo degli ambiti propri dell'autonomia statutaria, nella convinzione che consentire ai soci di regolare autonomamente le modalità di partecipazione, sia in termini amministrativi che patrimoniali, alla vita della società sia in grado di dotare di maggiore flessibilità

lo strumento societario, così da garantire una migliore adattabilità del medesimo alla specifica realtà in cui viene “calato”. È proprio in questo processo di progressiva affermazione del principio di “atipicità della partecipazione azionaria”, che si colloca l’intervento del 2014 con cui si assiste alla definitiva eliminazione del divieto di emissione di azioni a voto plurimo e, conseguentemente, alla massima affermazione di quella concezione che vede il tema del diritto di voto come un “affare privato dei soci”. Ciò ha portato a giudicare il riconoscimento normativo delle azioni a voto potenziato come un’operazione legittima e non contrastante con i più ampi principi del sistema “società per azioni”. Un giudizio positivo in termini di legittimità, tuttavia, non rappresenta un impedimento ad una valutazione critica delle finalità al cui perseguimento il legislatore della c.d. mini-riforma si è “dichiaratamente” ispirato e delle specifiche disposizioni con essa introdotte. Se è vero che le azioni a voto plurimo, più di quelle a voto maggiorato, possono, in qualità di meccanismi di rafforzamento del controllo, rappresentare degli strumenti di incentivazione alla quotazione in una realtà societaria come quella italiana e che, per tal motivo, sono state destinate alle società “chiuse”, è emblematico il pressoché nullo impiego del “nuovo” istituto. Il fatto che a quasi tre anni dalla riforma una sola società abbia emesso tali azioni per poi quotarsi evidenzia come in realtà, la generale scarsa attrattività della piazza italiana per l’insediamento di attività imprenditoriali non dipenda solamente dalla mancanza, ora rimediata, delle azioni a voto plurimo, ma da altri numerosi fattori che sicuramente possono influire, come ad esempio il livello di tassazione, la burocrazia, la lentezza della giustizia civile e altri ancora. Alcune “contraddizioni” di *policy*, inoltre, sono emerse dall’analisi della principale esigenza cui, d’altro canto, le azioni a voto maggiorato avrebbero dovuto sopperire nell’ottica “dichiarata” dal legislatore, esigenza strettamente connessa ad una delle molteplici concause della crisi finanziaria del 2007: lo *short-termism* che ha caratterizzato le scelte d’investimento in società quotate nei primi anni del XXI secolo. In tal senso, la natura propria delle azioni a voto maggiorato, ossia l’essere uno strumento “premiale” dell’azionista “fedele”, è stata considerata dal legislatore come un eccellente misura in grado di incentivare investimenti di lungo periodo, soprattutto da parte degli investitori professionali. Non si sono considerate, tuttavia, le caratteristiche tipiche del modello di capitalismo italiano. La prevalenza, nelle società quotate, di strutture societarie caratterizzate da assetti proprietari fortemente concentrati e da un controllo, diretto o indiretto, di natura familiare esalta quell’aspetto dell’istituto, vale a dire il potenziamento del diritto di voto, che consente la sua classificazione all’interno dei c.d. *control enhancing mechanisms*. La contraddizione emerge là dove ci si chieda come sia possibile incentivare la presenza di investitori professionali “attivi” mediante uno strumento che, per la sua natura, è dagli stessi tendenzialmente mal visto a causa dei riflessi negativi che può provocare sulla *governance* societaria e sulla sfera economica delle minoranze (o maggioranze) azionarie non di controllo.

Tali remore hanno rappresentato lo spunto per analizzare nel dettaglio le singole disposizioni introdotte dal legislatore da un lato, e dalla Consob dall’altro, alla quale il primo ha demandato la

predisposizione, con riferimento specifico al voto maggiorato, delle norme attuative e di dettaglio. L'analisi delle specifiche disposizioni ha messo in luce non solo che azioni a voto plurimo e maggiorato, nonostante alcuni elementi comuni, presentano una natura giuridica sostanzialmente differente, ma anche che esistono, e sono numerose, le questioni esegetiche connesse alla loro disciplina; questioni attinenti sia a *dinamiche endosocietarie* – con ciò riferendosi a tematiche connesse ai rapporti strettamente interni alla compagine sociale tra le quali, su tutte, le regole di “funzionamento” dell'assemblea dei soci quando i due istituti divengono operativi – che *esosocietarie*, ossia attinenti a fattispecie ulteriori, che travalicano i confini della vita assembleare, quali, ad esempio, l'esercizio del diritto di recesso e le “vicende circolatorie” della partecipazione azionaria. La diversa natura e il diverso campo di applicazione dei due istituti hanno condotto l'attenzione verso temi ulteriori, concernenti la sorte del “beneficio” del potenziamento del voto in caso di operazioni straordinarie di fusione, scissione e aumento di capitale da un lato, e i riflessi dei due nuovi strumenti sulla disciplina dell'Opa obbligatoria e su quella degli “assetti proprietari” degli emittenti quotati, relativamente alle quali di particolare rilevanza appaiono quelle disposizioni specificamente destinate alle PMI, se non altro per il fatto che esse consentono di evidenziare, di nuovo, che l'intento principale che il legislatore ha inteso perseguire sia stato quello di rendere i nostri mercati regolamentati maggiormente appetibili per le società “chiuse” tra le quali, appunto, prevalgono realtà imprenditoriali di piccole e medie dimensioni. È apprezzabile, sotto questo punto di vista, il sostanziale atteggiamento di *favor* mostrato dal legislatore medesimo verso l'ampliamento delle libertà di autoregolamentazione, atteggiamento che può essere considerato il filo conduttore che lega le specifiche norme costituenti la disciplina dei due istituti.

Per giudicare correttamente la qualità dell'intervento normativo del 2014, si è reso necessario condurre un'analisi ulteriore, orientata alla chiara individuazione della natura economica dei due istituti e dei riflessi, positivi e negativi, che gli stessi possono generare sulla *governance* societaria. Attraverso una rassegna della vastissima letteratura economica che nel tempo si è soffermata sul tema delle azioni a voto potenziato si è potuta mettere in luce l'esistenza di numerosi svantaggi e vantaggi che le stesse possono provocare, differenziandosi in funzione della specifica realtà societaria in cui vengono introdotte. La contestualizzazione dei ragionamenti dottrinali nel “sistema italiano” ha consentito di mettere in luce l'interesse principale che la disciplina della “mini-riforma” avrebbe dovuto tutelare: quello delle minoranze azionarie non di controllo.

Rileggendo le “nuove” disposizioni in quest'ottica è stato possibile individuare diversi punti di debolezza nella disciplina dei due istituti, ai quali si è cercato di affiancare una serie di possibili soluzioni da implementare in via di autotutela e/o eterotutela. E così, di fianco alla proposta di una serie di interventi sulla disciplina dei due istituti, finalizzati a limitare il potere di comando in essi riflesso, con l'accortezza di non comprimerlo eccessivamente onde evitare la perdita di qualunque attrattiva, si è proposto di attribuire alle minoranze azionarie poteri e diritti ulteriori rispetto a quelli già previsti dall'ordinamento e conosciuti sotto la dicitura di *poteri di autotutela*, financo a

ipotizzare la possibilità di un utilizzo dei meccanismi di potenziamento del voto non fisiologico rispetto a quello cui questi sono generalmente destinati, richiamando la possibilità di introdurre un meccanismo poco conosciuto nel nostro paese ma ben noto nell'esperienza americana: il *quadratic voting*.

La non irrilevante diffusione delle azioni a voto maggiorato, ha permesso di compiere uno *step* ulteriore, consistente nella realizzazione un'analisi empirica volta a sondare la reazione del mercato all'introduzione di tale istituto ad opera di alcuni emittenti quotati. Il disfavore con cui tale strumento è guardato non solo in ambienti accademici, ma anche in ambienti finanziari, come dimostrano le aperte critiche manifestate dagli investitori istituzionali in occasione dell'entrata in vigore delle nuove norme, ha ingenerato l'aspettativa di un effetto complessivamente negativo sul benessere degli azionisti di minoranza. Mediante il ricorso alla metodologia dell'*event study* e utilizzando due diversi modelli di valutazione, con lo scopo di fornire maggior robustezza ai risultati, si è potuto verificare che, contrariamente alle aspettative, l'effetto è stato positivo a livello aggregato. Tuttavia, due precisazioni si rendono necessarie. In primo luogo, la relativamente recente adozione del voto maggiorato da parte delle società italiane ha costretto a limitare l'analisi d'impatto ad una valutazione di breve periodo: solamente il tempo consentirà di verificare negli anni a venire se l'aspettativa positiva del mercato sarà confermata o meno dai risultati, in termini di creazione di valore, che le società che hanno introdotto la maggiorazione del diritto di voto realizzeranno nel lungo periodo. In secondo luogo, occorre considerare che l'analisi ha riguardato in prevalenza società caratterizzate dalla presenza di un controllo stabile, proprio poiché la quasi totalità delle società che hanno, ad oggi, introdotto il voto maggiorato presenta tali caratteristiche. Ciò non solo impedisce di estendere i risultati dell'analisi medesima a realtà societarie diverse, ma rende legittimo interrogarsi su cosa accadrebbe in quelle realtà societarie dove è parimenti possibile, anche se meno agevole, l'adozione della maggiorazione del voto, ossia in società a controllo meno stabile o comunque caratterizzate dalla presenza rilevante di investitori istituzionali, soprattutto esteri. Sono proprio tali caratteristiche e, in particolare, l'atteggiamento di aperta critica degli investitori istituzionali medesimi nei confronti del voto maggiorato che rendono ragionevole ipotizzare, in simili contesti societari, degli effetti negativi in termini di benessere delle minoranze (o maggioranze) non di controllo.

Ciò ha spinto ad analizzare il fenomeno sotto un'ulteriore punto di vista, passando dall'analisi dell'impatto dello stesso sui corsi azionari delle società oggetto di studio, ad un'analisi focalizzata sulla "dinamica dell'azionariato rilevante" nell'intorno delle date di introduzione del voto maggiorato, nell'ottica di evidenziare eventuali fenomeni di disinvestimento da parte degli investitori istituzionali, soggetti tipicamente titolari di partecipazioni rilevanti. La bassa frequenza di tali fenomeni e i limiti dell'indicatore che si è costruito, hanno permesso di concludere che, sostanzialmente, sebbene gli investitori istituzionali abbiano fortemente criticato la misura

legislativa, nei fatti essi non si sono spinti oltre la manifestazione del proprio dissenso nelle assemblee introduttive dell'istituto *de quo*. Un'ulteriore indagine, strettamente connessa con l'impatto della maggiorazione del diritto di voto nella sfera degli azionisti "attivisti", è stata condotta con l'obiettivo di misurare l'effetto di diluizione della partecipazione da questi posseduta a seguito della maturazione del "beneficio" del voto maggiorato per l'azionista di controllo. Ciò ha consentito non solo di evidenziare che la maggiorazione del voto può provocare un forte ridimensionamento del ruolo degli investitori istituzionali – principale categoria di soci "attivisti" – in termini di riduzione del loro "peso assembleare", ma anche che gli investitori istituzionali medesimi possono divenire anch'essi beneficiari del voto maggiorato qualora decidano di iscriversi nell'elenco speciale e di mantenere immobilizzato il proprio investimento per un periodo di tempo relativamente lungo. È tuttavia ragionevole ipotizzare un simile utilizzo non-fisiologico del voto maggiorato, come l'unica evidenza raccolta in tal senso conferma, da parte di quegli investitori che presentano un orizzonte temporale d'investimento più ampio (fondi pensione e compagnie d'assicurazione), poiché disposti a mantenere bloccata la propria partecipazione per un periodo prolungato, risultando il requisito del periodo minimo di possesso (almeno pari a 24 mesi) necessario per la maturazione del "beneficio" incompatibile con l'orizzonte temporale di breve che tipicamente caratterizza le strategie d'investimento di altri investitori, quali i fondi d'investimento (soprattutto *hedge fund*).

Le evidenze empiriche raccolte sulla maggiorazione del diritto di voto dimostrano come sia opportuno evitare di "demonizzare" determinati strumenti e "decantarne" altri. In sostanza, il funzionamento di meccanismi di rafforzamento del controllo quali sono le azioni a voto plurimo e maggiorato deve essere necessariamente contestualizzato nell'ambiente in cui si inserisce. Sebbene tali strumenti possano essere il mezzo per l'adozione di comportamenti opportunistici da parte dei soggetti che determinano le decisioni di governo delle imprese, ciò non sempre si verifica e i risultati che si sono ottenuti, con le necessarie cautele derivanti dai limiti dell'analisi sopra denunciati, ne sono prova.

In conclusione, se sotto un certo punto di vista può essere valutata positivamente l'introduzione di azioni a voto plurimo e maggiorato nell'ordinamento, se non per il semplice fatto che si sono messi a disposizione dell'autonomia privata due strumenti con cui rispondere a specifiche esigenze economiche, sotto il profilo della qualità dell'intervento e della sua efficacia non può dirsi altrettanto. A tre anni dall'entrata in vigore delle nuove norme gli obiettivi di *policy* posti alla base dell'intervento non sono stati ancora raggiunti. Ci si chiede se occorre aspettare ancora qualche tempo per giudicare la reale efficacia dell'intervento o se la crescita del mercato regolamentato italiano e l'incentivazione di una logica di mercato fondata sul perseguimento di obiettivi di lungo termine nell'ottica di condurre ad un sistema economico caratterizzato da reale stabilità sono degli obiettivi che non possono essere conseguiti solamente per mezzo dell'introduzione delle azioni a voto plurimo e maggiorato e, soprattutto, con lo strumento del decreto-legge. Sembra di trovarsi, in

realtà, di fronte ad un intervento destinato a colmare una “carezza di normativa” rispetto agli altri sistemi giuridici, piuttosto che a perseguire gli obiettivi “declamati”. In questa costante rincorsa tra ordinamenti, creare continuamente nuovi strumenti può generare delle sovrapposizioni nelle sfere di pertinenza degli stessi e, soprattutto, portare alla creazione di diversi insiemi disciplinari – come si è fatto con il voto plurimo e maggiorato – che in parte si intersecano e in parte si differenziano secondo logiche non sempre trasparenti. Ciò moltiplica i regimi normativi e non rende agevole per l’investitore capire a quali regole sarà soggetta la *governance* della società in cui egli intende investire. Occorre considerare che anche la semplicità è un valore e che prima di intervenire nuovamente sulla materia del diritto di voto in particolare, e delle società di capitali in generale, potrebbe essere opportuno intraprendere un percorso di semplificazione normativa.

Appendice

Tabella 4.3.bis. Rendimenti anormali misurati nelle due *event date* per ciascuna società e livello di significatività – *market model*

	Event_date_1			Event_date_2		
Società	AR_{i0}	$T\text{-stat}$	AR_{i0} significativo?	AR_{it}	$T\text{-stat}$	AR_{i0} significativo?
Amplifon	-1.82%	-1.202	No	-1.28%	-0.845	No
Astaldi	1.83%	0.982	No	-2.99%	-1.599	No
Arnoldo Mondadori	-0.81%	-0.327	No	-1.04%	-0.417	No
Cairo Communication	0.68%	0.314	No	-9.33%***	-4.328	Si
Carraro	-1.73%	-0.651	No	0.93%	0.349	No
Centrale del latte d'Italia	2.92%	1.308	No	-0.82%	-0.365	No
Class Editori	-3.37%	-0.761	No	-5.90%	-1.330	No
Cofide	-1.42%	-0.658	No	3.75%	1.734	Si
Conafi prestitò	2.97%	0.628	No	4.70%	0.993	No
Datalogic	-0.28%	-0.120	No	-1.11%	-0.472	No
Davide Campari	-1.70%	-1.352	No	1.11%	0.879	No
Dea Capital	0.87%	0.659	No	0.04%	0.031	No
Diasorin	-0.96%	-0.552	No	0.43%	0.245	No
Exprivia	-2.64%	-1.273	No	0.07%	0.035	No
Fidia	-0.22%	-0.097	No	-0.17%	-0.074	No
Gruppo Waste	3.46%	1.082	No	-1.53%	-0.480	No
Hera	0.72%	0.518	No	0.93%	0.665	No
I.M.A Industria Macchine Automatiche	1.91%	1.111	No	-0.65%	-0.374	No
Intek	1.49%	0.785	No	1.04%	0.547	No
Iren	-0.14%	-0.081	No	-0.13%	-0.074	No
Landi Renzo	0.32%	0.179	No	-1.99%	-1.103	No
Lventure	-0.24%	-0.081	No	-0.23%	-0.078	No
Maire Tecnimont	0.58%	0.197	No	0.68%	0.232	No
Nice spa	0.53%	0.336	No	-1.87%	-1.176	No
Poligrafica San Faustino	0.99%	0.420	No	0.35%	0.150	No

Sabaf	-0.47%	-0.332	No	-0.76%	-0.538	No
Saes Getters	1.66%	0.692	No	-5.25%**	-2.189	Si
Ternienergia	0.57%	0.274	No	3.14%	1.510	No
Zignago Vetro	3.92%**	2.365	Si	1.29%	0.776	No

Origine: Elaborazione propria. Sono contrassegnati da un asterisco (*), due asterischi (**) e tre asterischi (***), i rendimenti anormali significativi con una fiducia del 90%, 95% e 99% rispettivamente. In verde sono evidenziati i rendimenti anormali significativi positivi, mentre in rosso i rendimenti anormali significativi negativi.

Tabella 4.4.bis. Percentuale di $CAR_i(\tau_1, \tau_2)$ negativi, percentuale di $CAR_i(\tau_1, \tau_2)$ significativi e valori $ACAR(\tau_1, \tau_2)$ e relativa $T-stat^{ACAR}$, distribuiti per *event date*. (market model)

Finestra temporale	% di $CAR_i(\tau_1, \tau_2)$ negativi	% $CAR_i(\tau_1, \tau_2)$ significativi ²	$ACAR(\tau_1, \tau_2)^3$	$T-stat^{ACAR}$
EVENT_DATE_1 (data convocazione assemblea)				
event date ¹	44.83%	3.45%	0.33%	0.756
$[\tau-5, \tau+5]$	48.28%	6.90%	-1.26%	-0.868
$[\tau-1, \tau-5]$	58.62%	6.90%	-1.44%	-1.471
$[\tau+1, \tau+5]$	44.83%	3.45%	-0.15%	-0.154
$[\tau-1, \tau+1]$	31.03%	10.34%	1.79%	2.353
EVENT_DATE_2 (data adozione voto maggiorato)				
event date ¹	55.17%	10.34%	-0.572%	-1.302
$[\tau-5, \tau+5]$	55.17%	6.90%	0.973%	0.668
$[\tau-1, \tau-5]$	44.83%	17.24%	1.631%	1.660
$[\tau+1, \tau+5]$	72.41%	6.90%	-0.086%	-0.087
$[\tau-1, \tau+1]$	44.83%	6.90%	0.300%	0.394

Origine: elaborazione propria. ¹ I valori per i $CAR_i(\tau_1, \tau_2)$ riportati in corrispondenza della finestra temporale di un giorno (1-day window) rappresentano rispettivamente la percentuale di AR_{it} negativi day e la percentuale di AR_{it} significativi nell'event date, mentre gli $ACAR(\tau_1, \tau_2)$ riportati in corrispondenza della 1-day window rappresentano gli AAR_t , dove τ indica l'event day. ² Si evidenziano in grassetto le percentuali di $CAR_i(\tau_1, \tau_2)$ significativi più elevate per ciascuna event date. ³ Sono contrassegnati con un asterisco (*) e due asterischi (**) i valori significativi con un grado di fiducia al 90% e 95% rispettivamente. Gli stessi sono evidenziati in verde se positivi. ⁴ In grassetto sono evidenziati i valori $T-stat^{ACAR}$ che hanno superato il test di significatività.

Bibliografia

- AA.VV. (2015). "Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA [Offerta Pubblica d'Acquisto]" in *Giurisprudenza commerciale*, (1/1), 211-253.
- Abriani, N., "Le azioni e gli altri strumenti finanziari", in *Trattato Cottino* (Padova, 2010), IV, t. 1, pp. 231-431.
- Abriani, N., Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi", *Approfondimento del 29 settembre 2014*, pp. 1-25.
- Abriani, N., Angelici, C., Costi R. & altri, "Problemi d'attualità. Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell' Opa" in *Giurisprudenza Commerciale*, 1, 2015, 211-253.
- Angelici, C. & Libertini, M., (2015). "Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso" in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, (1/1), 1-37.
- Annunziata F., Giombini A. (2015). "La disciplina del voto plurimo introdotta dal Decreto competitività. Pegno, usufrutto e sequestro di azioni (a voto plurimo)", disponibile su: <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/societa/disciplina-voto-plurimo-introdotta-decreto-competitivita-pegno-usufrutto-e-sequestro-di-azioni>.
- Armour J., Cheffins B., 2009. "The Rise and Fall (?) of Shareholder Activism by Hedge Funds", in *ECGI Law Working Paper*, No. 136/2009, disponibile al seguente link: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1489336
- Assonime (2015), Circolare n. 10 del 7 aprile 2015. "Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato" in *Rivista del notariato*, volume 69, fascicolo 2, pp. 431-493.
- Bebchuk, L. A., 1994. "Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control" in *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, issue 4, pp. 957-993.
- Bebchuk, L. A., 1999. "A rent-protection theory of corporate ownership and control", in *NBER Working paper series*, Working Paper 720, pp. 1-46.
- Bebchuk, L. A., 2009. "What Matters in Corporate Governance?" in *Review of Financial Studies*, 22(2), pp. 783-827.
- Belinfanti, T. C., 2014. "Shareholder Cultivation and New Governance" in *Delaware Journal of Corporation Law*,
- Bhagat, S., Romano, R., 2001. "Event Studies and the Law - Part I: Technique and Corporate Litigation", in Yale ICF Working Paper No. 00-31; Yale Law & Economics Research Paper No. 259. Disponibile ai seguente link: <https://ssrn.com/abstract=268283> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.268283>

- Brown S.J., Warner J.B., 1980. "Measuring Security Price Performance" in *Journal of Financial Economics*, 8(3), pp. 205-258.
- Brown S.J., Warner J.B., 1985. "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies" in *Journal of Financial Economics*, 14(1), pp. 3-31.
- Burkart M., Lee S., 2007. "The One Share-One Vote Debate: A Theoretical Perspective", in Finance Working Paper, ECGI, pp. 1-49.
- Bianchi, L. A. "Operazioni straordinarie, maggiorazione del voto e azioni a voto plurimo" in *Rivista delle società* 2-3, 2016, 392-408.
- Bianchi, M., Corradi M. C. & Enriques L. "Gli investitori istituzionali e la "corporate governance" delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni" in *Banca Impresa e Società*, 2002, n.3, 397-438.
- Bianchini, M. (2014). "Novità in tema di disciplina delle società "quotate" (prime note a margine dell'art. 20, d.l. n. 91/2014, convertito, con modificazioni, nella l. 11 agosto 2014, n. 116) (Prima parte)" in *Studium iuris*, (12), 1385-1392.
- Bianchini, M. (2015). "Novità in tema di disciplina delle società "quotate" (prime note a margine dell'art. 20, d.l. n. 91/2014, convertito, con modificazioni, nella l. 11 agosto 2014, n. 116) (Seconda parte)" in *Studium iuris*, (1), 25-32.
- Bione, M., 2011. "Il voto multiplo: digressioni sul tema" in *Giurisprudenza commerciale*, 5, 663-684.
- Bione, M., 2015. "Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema" in *Giurisprudenza commerciale*, (2/1), 266-278.
- Black, B.S., 1998. "Shareholder activism and corporate governance in the United States", in P. Newman (a cura di), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 3, pp. 459-465.
- Black, B.S., Coffee Jr. J.C., 1994. "Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation", in *Michigan Law Review*, 92, 1997-2087.
- Busani, A. & Portolano, A. Osservatorio Consob, in *Le Società: rivista di diritto e pratica commerciale, societaria e fiscale*, 2015, 3, 375-379.
- Busani, A. & Saggiocca, M. (2014). "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: rivista di diritto e pratica commerciale, societaria e fiscale*, (10), 1048-1060.
- Campobasso, M., "La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alla società per azioni orizzontale" in *Banca, Borsa e titoli di credito*, 2015, 2, 139-161.
- Campbell J., Lo A., MacKinlay A., Whitelaw, R., 1998. "The Econometrics of Financial Markets", *Macroeconomics dynamic*, Chapter 4, pp. 149-169.

- Carriello, V., 2015. "Un formidabile strumento di dominio economico": contrapposizioni teoriche, "battaglie" finanziarie e tensioni ideologiche sul voto potenziato tra le due guerre" in *Quaderni fiorentini per la storia del pensiero giuridico moderno*, (44), Disponibile al seguente link: <http://www.centropgm.unifi.it>
- Carriello, V., 2015. "Azioni a voto potenziato, "voti plurimi senza azioni" e tutela dei soci estranei al controllo" in *Rivista delle Società*, (1), 164-203.
- Chiappetta, F., 2005. "Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi, in *Rivista delle Società*, fasc. 2-3, 482-512.
- Chiappetta, F., 2017. "Diritto del governo societario, *la nuova corporate governance delle società quotate*", III edizione, Cedam.
- Chiappetta, F., 2017. "Diritto del governo societario, *la nuova corporate governance delle società quotate*", IV edizione, Cedam.
- Cian, M., 2014. "Capitale, proprietà, controlli: un nuovo "restyling" per le società di capitali (in margine alle modifiche al codice civile introdotte dal D.L. n. 91/2014, conv. con legge n. 116/2014)" in *Studium iuris*, (11), 1258-1263.
- Ciavarella A., Linciano R., Signoretti R., 2015. "Report on corporate governance of Italian listed companies", pp. 1-43, disponibile al seguente link: <file:///C:/Users/Administrator/Downloads/rcg2015.pdf>
- Coase, R. H., 1937. "The nature of the Firm" in *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16, pp. 386-405.
- Coase, R. H., 1995. "Impresa, mercato e diritto", Bologna, il Mulino, 1995.
- D'Attore G., 2007. "Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni", in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, 298, Giuffrè.
- De Angelo, H., De Angelo, L., 1985. "Managerial Ownership Of Voting Rights. A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock" in *Journal of Financial Economics*, 14, pp.33-69
- De Luca, N., 2012. "Premi di fedeltà ed eguaglianza tra azionisti: riflessioni sull'art. 127-quater t.u.f." in *Rivista di diritto societario*, (1/1), 23-43.
- Demsetz, H. & Villalonga, B., 2001. "Ownership structure and corporate performance" in *Journal of Corporate Finance*, 7, pp.209-233.
- Dick A., Zingales L., 2004. "Private Benefits of Control: An International Comparison" in *The Journal of Finance*, vol. 59, 2, pp. 537-600.
- Dimitrov V., Jain P. C., 2006. "Recapitalization of one class of common stock into dual-class: Growth and long-run stock returns", in *Journal of Corporate Finance*, vol. 12.
- Ferrarini G., 2006. "Un'azione - un voto": un principio europeo?" in *Rivista delle Società*.

- Ferri jr, G., 2015. "Azioni a voto plurimo e voto maggiorato: profili tipologici" in *Rivista del notariato*, 4/1, 761-771.
- Genovese, A., 2015. "Introduzione delle azioni a voto plurimo e recesso" in *Rivista di diritto societario*, (4/1), 789-801.
- GIACOMELLI S., TRENTO S., 2005. "Proprietà, controllo e trasferimenti nelle imprese italiane. Cosa è cambiato nel decennio 1993-2003?", Temi di discussione del Servizi Studi, n. 550
- Giampaolino, C. F., 2015. "Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo" in *Giurisprudenza commerciale*, (5/1), 779-807.
- Gompers P., Ishii J., Metrick A., 2003. "Corporate Governance and Equity Prices" in *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 1, pp. 107-155.
- Gompers P., Ishii J., Metrick A., 2010. "Extreme Governance: An Analysis of Dual Class Firms in the United States", in *Review of Financial Studies*, 23, pp. 1051-1088.
- Goshen Z. & Hamdani A., 2016. "Corporate Control and Idiosyncratic Vision" in *The Yale Journal of Law*, 125, pp. 560-617.
- Grossman, S., Hart, O., 1980. "Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation" in *The Bell Journal of Economics*, Vol. 11, No. 1, pp. 42-64.
- Grossman, S., Hart, O., 1988. "One-share-one-vote and the market for corporate control", in *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 175-202.
- Guizzi, G., 2015. "La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica" in *Corriere giuridico*, (2), 153-167.
- Harris M., Raviv A., 1988. "Corporate governance, voting rights and majority rules", in *Journal of Financial Economics*, vol. 20.
- Intrigano, Carmelo, 2008. "L'effetto delle news sul prezzo delle azioni: l'event study" in *Impresa Ambiente Management*, volume 2, fascicolo 2, pp. 133-151.
- Lamandini, M., 2015. "Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto", Relazione al XXVIII convegno di studio su "Unione Europea: Concorrenza tra impresa e concorrenza tra stati", Courmayeur 19-20 settembre 2014, in *Giurisprudenza commerciale*, (3/1), 491-511.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., 1998. "Law and finance" in *Journal of Political Economy*, vol. 106, pp. 1113-1155.
- Linciano, N., 2002. "Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione" in *Quaderni di finanza Consob*, n. 53.
- MacKinlay, A. C., 1997. "Event Studies in Economics and Finance" in *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 1, pp. 13-39.

- Marasà, G. "Voto plurimo, voto maggiorato e cooperative" in *Banca borsa e titoli di credito* 1/1 (2016): 1-13.
- Marchetti, P.G., 2015. "Osservazioni e materiali sul voto maggiorato" in *Rivista delle società*, (2-3), 448-468.
- Marchisio, E., 2015. "La "maggiorazione del voto" (art. 127-quinquies T.U.F. [Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria]): "récompense" al socio "stabile" o "trucage" del socio di controllo?" in *Banca borsa e titoli di credito*, (1/1), 78-117
- Massella Ducci Teri, B., 2013. "Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative" in *Le società*, 4, 747-765.
- Massella Ducci Teri, B., 2014. "Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e "loyalty shares" all'italiana" in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, (4/2), 465-491.
- Monferrà S., 1998. "Investitori istituzionali e corporate governance in Italia. Spazio e forme di intervento per l'esercizio di un controllo attivo sulle imprese da parte dei fondi comuni aperti", in G. Airoidi e G. Forestieri (a cura di), *Corporate governance*, Milano, pp. 96-130.
- Montalenti, P., 2014. "Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di "restyling"" in *Giurisprudenza commerciale*, (6/1), 1068-1091.
- Montalenti, P., 2015. "Tutela delle minoranze, interesse sociale e sistemi di controllo" in *Rivista di diritto societario*, (3/1), 507-519.
- Montalenti, P., 2015. "Voto maggiorato e voto plurimo: prime riflessioni" in *Il Nuovo Diritto delle Società*, (22), 9-14.
- Montalenti, P., "Impresa, società di capitali, mercati finanziari", 2017, Giappichelli.
- Notari, M., 2008, "Articolo 2348", in *Commentario Marchetti alla riforma delle società*, Milano.
- Padoa Schioppa A., *Saggi di storia del diritto commerciale*, Milano, LED Edizioni Universitarie, 1992.
- Pollastro, I., 2015. "Voto plurimo e voto maggiorato: prime considerazioni su ricadute e prospettive" in *Il Nuovo Diritto delle Società*, (2), 43-67.
- Posner E.A., Weyl, E.G. 2014. "Quadratic Voting as Efficient Corporate Governance", in *81 The University of Chicago Law Review*, pp. 252-280.
- Pupo, C. E., 2015. "Valore e uguaglianza delle azioni con voto plurimo" in *Banca impresa società*, (3), 443-473.
- Richter, M. S., "I troppi problemi del dividendo maggiorato", in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2011, pp. 89-106
- Sagliocca, M., 2014. "Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto" in *Rivista del notariato*, (5/1), 921-950.

- Salvatore, L., 2016. "Il tramonto del principio on share one vote: le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato" in *Rivista delle operazioni straordinarie*, fascicolo 1, 4-9
- Savioli, G., 2012. "Le operazioni di gestione straordinaria", IV edizione, Giuffrè Editore.
- Simmons, P. L., 1987. "Dual class recapitalization and shareholder voting rights" in *Columbia Law Review*, Vol. 87 (No.1), pp. 106-124.
- Sjöström, E., 2008. "Shareholder Activism for Corporate Social Responsibility: What Do We Know?" in *Sustainable Development*, 3, pp. 141-154.
- Spolidoro, M. S., 2015. "Il voto plurimo: i sistemi europei" in *Rivista delle società*, (1), 134-163.
- Stella Richter jr, M. & Atlante, N., 2010. "Il recepimento in Italia della direttiva sui diritti degli azionisti e le modificazioni statutarie conseguenti. Studio n. 62-2010/I" in *Studi e materiali*, (2), 439-452.
- Tedeschi, C., 2015. "Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto" in *Le Società: rivista di diritto e pratica commerciale, societaria e fiscale*, (10), 1073-1080.
- Tombari, U., 2016. " "Maggiorazione del dividendo" e "maggiorazione del voto": verso uno "statuto normativo" per l'investitore di medio-lungo termine?", in *Banca borsa e titoli di credito*, 1, 303-317.
- Ventoruzzo, M., 2015. "Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a." in *Giurisprudenza commerciale*, (5/2), 1055-1071.
- Villalonga B. & Amit R. H., 2006. "How do family ownership, control and management affect firm value?", in *Journal of Financial Economics*, vol. 80, pp. 385-417.
- Vivante C., 1925. "I progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime" in *Rivista di diritto commerciale*, 1925, I, pp. 429-458.
- WEYL, E. G., 2013. "Quadratic Vote Buying", in *University of Chicago Working Paper*, disponibile al seguente link: <http://ssrn.com/abstract=2003531>
- Zingales L., 1992. "Un'analisi economica delle azioni di risparmio", in A. Penati (a cura di) *Il rischio azionario e la borsa*, 2, pp. 385-422.
- Zingales L., 2014. "Quel voto plurimo così opaco", in *Il Sole 24 ORE*, Edizione 08/2014, articolo del 1 agosto 2014, p. 1.
- Zingales L., "Il voto plurimo favorisce "le piramidi"", in *Il Sole 24 ORE*, Edizione 08 del 5 agosto 2014, p. 15.

Sitografia

www.borsaitaliana.it

www.consob.it

www.yahoofinance.it

www.investing.com

Assogestioni, 2014. “Voto maggiorato e voto plurimo: un vulnus al principio di one-share one-vote”, disponibile al seguente link: <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,147,10681,49,html/voto-maggiorato-e-voto-plurimo-un-vulnus-al-principio-di-one-share-one-vote>

Assogestioni. “Dichiarazione congiunta sull’introduzione del voto plurimo nelle società quotate” disponibile al seguente link:

<https://www.eticanews.it/wp-content/uploads/2015/02/2015-02-02-Appello-voto-multiplo-2.pdf>

Comitato per la Corporate Governance, Relazione annuale 2016, 4° rapporto sull’applicazione del codice di autodisciplina, disponibile sul sito: www.borsaitaliana.it

ICGN, 2015. “ICGN Comment on the Growth Decree re multiple voting rights”, disponibile al seguente link:

https://www.eticanews.it/wp-content/uploads/2015/02/28_Jan_Italy_Growth_Decree_ICGN_Prof_Padoan.pdf

IRRS Institute, ISS, 2012. “Controlled Companies in the Standard & Poor’s 1500: A Ten Year Performance and Risk Review”, disponibile al seguente link: <http://irrcinstitute.org/pdf/FINAL-Controlled-Company-ISS-Report.pdf>

IRRS Institute, ISS, 2015. “Controlled Companies in the Standard & Poor’s 1500: A Ten Year Performance and Risk Review”, disponibile al seguente link: <https://irrcinstitute.org/wp-content/uploads/2016/03/Controlled-Companies-IRRCI-2015-FINAL-3-16-16.pdf>.

IRRS Institute, ISS, 2015. “Ten Year Performance and Risk Review”, disponibile al seguente link: <http://irrcinstitute.org/pdf/FINAL-Controlled-Company-ISS-Report.pdf>

ISS Europe, ECGI, Sherman & Sterling, “Report on the proportionality principle in the European Union”, 18 may 2007, disponibile al seguente link:

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf

Vegas G., “Audizione” presso le Commissioni riunite n.10 e n. 13 del 2 luglio 2014, concernente la conversione in legge del d.l. 24 giugno 2014, n. 91, spec. p. 6, disponibile in www.consob.it, sezione: *La Consob – Comunicati, interventi, e convegni – Audizioni e interventi*

CAPITOLO 1

ORIGINI E SVILUPPO DELLE AZIONI A VOTO POTENZIATO NELL'ORDINAMENTO ITALIANO

Il presente lavoro di tesi si pone l'obiettivo di analizzare in maniera approfondita il tema delle "azioni a voto potenziato" introdotte dal legislatore italiano con il d.l. 24 giugno 2014, n. 91 – c.d. "Decreto Competitività", convertito, con modificazioni, in l. 11 agosto 2014, n. 116 – nella duplice forma delle azioni a voto plurimo e della maggiorazione del diritto di voto. Con esse si assiste al definitivo "tramonto" del sistema basato sul principio "un'azione, un voto", considerato da tempo nella letteratura economico-giuridica come criterio ideale di correlazione dei diritti patrimoniali ai diritti amministrativi, in qualità di regola in grado di incentivare maggiormente gli azionisti di controllo al perseguimento dell'interesse sociale mediante l'attribuzione del potere economico in misura proporzionale rispetto al rischio sopportato con la partecipazione al capitale della società. Sono queste le ragioni per cui tale principio – declinabile nei tre noti corollari "nessun voto senza azione", "nessun azione senza voto" e "ogni azione attribuisce un voto soltanto" – ha tradizionalmente rappresentato, nel nostro come in altri ordinamenti, l'asse portante della disciplina della società per azioni. Si è posto allora il problema di indagare l'esistenza di una qualsivoglia incompatibilità ontologica tra il tipo "società per azioni" e tecniche di attribuzione dei diritti sociali che deviano dal principio richiamato, come quella, appunto, delle azioni a voto potenziato. A tal fine, si sono indagate le principali tappe storiche percorse dall'ordinamento giuridico italiano in materia di diritto di voto nelle società di capitali, partendo dalle prime forme di regolamentazione che hanno accompagnato la diffusione del modello di società per azioni nei primi anni del diciannovesimo secolo fino a giungere al quadro normativo dei giorni nostri, come risultante dai provvedimenti legislativi più recenti. Sin dai tempi del *Code de Commerce* francese del 1807, adottato parzialmente anche in Italia a partire dal 1 settembre 1808, non erano presenti specifiche disposizioni che imponessero l'adozione *stricto sensu* del principio di *proporzionalità potere-rischio*. La derogabilità del principio "un'azione, un voto" ha rappresentato una costante per tutto il XIX secolo e per la prima metà del secolo XX. Infatti, la prima versione del Codice di Commercio del 1865 espressamente prevedeva, all'art. 143, che lo statuto poteva determinare "il numero degli azionisti necessario alla validità delle deliberazioni" dell'assemblea generale e, soprattutto, "il modo in cui i medesimi eserciteranno il suffragio", con ciò riconoscendosi implicitamente la possibilità di emettere azioni a voto potenziato. Analoga flessibilità venne mantenuta con la nuova versione del Codice di commercio, quella del 1882, con la quale, tuttavia, il sistema del voto nelle società con capitale emesso in forma azionaria subì i primi cambiamenti, mediante l'introduzione del "voto a scalare" come regola di *default* per l'attribuzione del diritto di voto, regola, tuttavia, liberamente derogabile sia in *minus* che in *maius*. Il quadro normativo vigente ai tempi del Codice di Commercio costituiva, pertanto, un sistema in cui si lasciava ampia autonomia ai privati nella determinazione delle regole di attribuzione dei diritti di voto nella società per azioni e in cui il principio della proporzionalità ricopriva un ruolo minore rispetto a quello che esso ricoprì successivamente, a partire dall'entrata in vigore del Codice civile del '42. Tuttavia, da questo sistema

iniziale caratterizzato da elevata flessibilità prese le mosse un duplice processo. Da un lato, si intraprese una strada di *spersonalizzazione e standardizzazione* continua della partecipazione azionaria, coinvolgente *in primis* le società quotate e muoventesi in una direzione opposta: la progressiva circoscrizione delle libertà statutarie. L'obiettivo era quello, infatti, di facilitare la negoziazione delle azioni nei mercati borsistici, così da garantire un più agevole ricorso al risparmio privato come fonte di finanziamento a titolo di capitale di rischio per iniziative di grandi dimensioni. Dall'altro, e sempre ai fini della più facile trasferibilità dell'azione, si affermò progressivamente il citato principio di "*proporzionalità potere-rischio*" e si diffuse il collegato concetto di "democrazia plutocratica" così sintetizzabile: è giusto, in termini di "equità", che chi più investe abbia diritto, in proporzione, ad un maggior numero di voti, che gli consenta di indirizzare le scelte societarie, e, di conseguenza, ad una maggior quota di utili o ad una maggior sopportazione delle perdite, qualora tali scelte risultino rispettivamente vincenti o perdenti. È attraverso tale duplice processo che si realizza un percorso di cambiamento tortuoso, caratterizzato dalla costante presenza di vivaci dibattiti concernenti la possibilità di emettere categorie di azioni speciali, tra le quali, in particolare, azioni dotate di diritti di voto "potenziato". Dibattiti che, in realtà, passarono attraverso diverse fasi, trovando il proprio punto d'origine nei progetti di riforma del Codice di Commercio dei primi anni '20 ove le varie proposte avanzate a favore del riconoscimento normativo delle azioni a voto multiplo vennero costantemente rigettate poiché ritenute, da autorevoli esponenti della dottrina giuridica ed economica dell'epoca, il risultato della pressione dei principali gruppi finanziari italiani, fortemente presenti nel capitale delle imprese domestiche – specie in quelle operanti nel settore bellico – e, quindi, fortemente interessate a mantenere saldo il loro "potere di comando" sulle partecipate, beneficiando al contempo di un minore immobilizzo di capitale e sopportando, conseguentemente, un minor rischio. In questo senso la storia offre un primo insegnamento importante, ossia che nel giudicare l'ottimalità di una regola di attribuzione dei diritti sociali piuttosto che di un'altra, un ruolo fondamentale è giocato dal contesto economico di riferimento. La forte posizione di netto contrasto all'introduzione delle azioni a voto potenziato non sfociò, tuttavia, nell'affermazione del suo logico corollario, ossia il divieto di emissione delle stesse, quantomeno sino all'affermazione del codice civile del '42, allorché il percorso di cambiamento intrapreso divenne "definitivo" a seguito dell'esplicita introduzione, all'art. 2351, comma 4, del codice medesimo, del "divieto di emissione di azioni a voto plurimo". In realtà, nel momento in cui il principio "un'azione, un voto" trovava la sua massima espressione – vietandosi esplicitamente le soluzioni più estreme del voto potenziato e delle azioni senza voto – lo stesso subiva già un primo *vulnus* con il contemporaneo riconoscimento della possibilità per la s.p.a. di emettere azioni con voto limitato a particolari argomenti. In sostanza, anche il codice civile del 1942 lasciava all'autonomia statutaria, seppur con stringenti limiti, la possibilità di attuare regole di attribuzione del diritto di voto diverse dal criterio proporzionale. Inizia proprio con la codificazione civilistica un percorso inverso, caratterizzato dalla progressiva erosione del principio di *proporzionalità potere-rischio* e che vede una prima tappa importante nell'introduzione, con legge 7 giugno 1974, n. 216, delle *azioni di risparmio* le quali, sebbene circoscritte alle sole società quotate, comportavano una totale elisione della possibilità di partecipare alla formazione della volontà sociale, essendo

caratterizzate dalla totale privazione del diritto di voto e di intervento nell'assemblea generale a fronte di particolari privilegi di natura patrimoniale. La rottura del binomio "potere-rischio" che con tale novella si venne a creare rimase circoscritta alle sole società quotate, quantomeno sino alla riforma delle società di capitali del 2003, a seguito della quale le deviazioni riconosciute legislativamente divennero così numerose e "pesanti" da creare un sistema in cui, come era all'origine con il Codice di commercio, ampio spazio veniva lasciato all'autonomia privata nella scelta del criterio di attribuzione dei diritti sociali in generale e del diritto di voto in particolare. Trovano così riconoscimento diverse "figure": le azioni senza voto, emettabili per un valore complessivamente non superiore alla metà del capitale sociale; le azioni con voto limitato ad una misura massima e a voto scaglionato, per le sole società "chiuse"; le azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti o subordinato al verificarsi di determinate condizioni non meramente potestative; le azioni correlate ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore; la possibilità, in generale, di emettere "*categorie di azioni ulteriori rispetto a quelle tipizzate dalla legge e fornite di diritti amministrativi e/o patrimoniali diversi..*" (ex 2348, 2° comma, c.c.); gli strumenti finanziari partecipativi dotati di diritto di voto limitatamente a particolari argomenti indicati in statuto. Di fatto, i tre corollari del principio "un'azione-un voto" che avevano trovato affermazione con la codificazione civilistica subirono, a seguito di questo cambiamento di sistema, un forte ridimensionamento: la regola "nessun voto senza azioni" subì una parziale deroga a causa della nuova figura dei c.d. *strumenti finanziari partecipativi*, mentre la regola "nessuna azione senza voto" venne ampiamente derogata tramite l'estensione della categoria delle *azioni senza voto* anche alle società non quotate. Stante le numerose deviazioni alla regola proporzionale introdotte con la riforma del 2003, emerse spontaneo in dottrina interrogarsi sulle ragioni alla base della permanenza del divieto di azioni a voto plurimo, da alcuni addirittura ritenuto, nel nuovo sistema, come una "svista del legislatore", un "mero retaggio del passato". Le ragioni, in realtà molto più profonde, attenevano alla necessità di fissare un limite al di là del quale la sproporzione tra potere di governo della società e rischio sopportato non sarebbe dovuto andare, limite implicitamente individuato nella misura di un quarto del capitale sociale, raggiungibile in ipotesi di emissione di azioni senza voto nella misura massima consentita dalla legge. La permanenza del divieto *de quo* appare allora la risultante di un atteggiamento prudenziale del legislatore da un lato, e della sua preferenza verso situazioni di "rischio senza potere" piuttosto che di "potere senza rischio" dall'altro – situazione, quest'ultima, tipica di sistemi azionari caratterizzati dalla presenza di azioni a voto potenziato. La breve ricostruzione della storia del diritto di voto nella società per azioni sin qui condotta consente di asserire non solo che il principio "un'azione, un voto" non ha mai rappresentato una regola generale inderogabile, ma anche di dare risposta al quesito inizialmente posto, ossia che "società per azioni" e "azioni a voto potenziato" sono due concetti che possono coesistere. È proprio la natura dello strumento azionario, tratto distintivo e peculiare della società per azioni, ad avvalorare tale conclusione e a giustificare la possibilità di derogare, in *minus* o in *maius*, alla regola proporzionale: l'azione, quale strumento di circolazione dei diritti sociali, può essere vista come un mezzo totalmente neutro sia rispetto alla quantità e alla natura dei diritti in essa incorporati, sia rispetto a come quegli stessi diritti sono attribuiti. Il riconoscimento della regola proporzionale e di deviazioni, più o meno

pronunciate, dalla stessa, sono, piuttosto, il frutto di decisioni di politica legislativa finalizzate a rispondere, di volta in volta, a esigenze o interessi di natura contingente. È in questa prospettiva, allora, che deve essere analizzata la *ratio* della c.d. “mini-riforma” del 2014, mediante il quale il legislatore ha dichiarato di voler rispondere a determinate esigenze: favorire il completamento dei processi di privatizzazione iniziati nei primi anni '90 e non ancora giunti a completamento; favorire la quotazione delle società “chiuse”, l'azionista di controllo potendo, mediante l'emissione di azioni a voto plurimo, accedere al mercato dei capitali di rischio senza il timore di perdere il controllo della società ; lo sviluppo di una cultura imprenditoriale di lungo periodo mediante l'introduzione della maggiorazione del diritto di voto, spettando tale beneficio solo *all'azionista fedele*, ossia quell'azionista che abbia mantenuto il possesso continuativo delle azioni per un periodo ininterrotto di almeno 24 mesi. L'evidenziazione di alcune “contraddizioni” di politica legislativa connesse a tali dichiarate esigenze, ha permesso di individuare quella che è stata, forse, la reale ragione dell'intervento: colmare una “carezza di normativa” rispetto agli altri sistemi giuridici, nell'ambito della sempre più spinta concorrenza tra ordinamenti.

CAPITOLO 2

AZIONI A VOTO MULTIPLO E MAGGIORATO: ANALISI NORMATIVA

Tali considerazioni iniziali hanno rappresentato lo spunto per spostare l'attenzione sul piano delle specifiche disposizioni introdotte con il decreto Competitività, partendo dall'analisi di quelle funzionali all'individuazione della particolare natura giuridica dei due nuovi istituti, solo all'apparenza molto simili. Mentre le “azioni a voto plurimo” rappresentano, ai sensi dell'art. 2351, terzo comma, una speciale categoria azionaria che può attribuire al socio titolare fino ad un massimo di 3 voti per azione, per le azioni a voto maggiorato, o meglio, più propriamente, per la “maggiorazione del diritto di voto” – con la quale anche si realizza un potenziamento del diritto di voto fino ad un massimo, però, di due voti per azione – tale natura è espressamente esclusa (ex art. 127-*quinquies*, comma 5, del Tuf). Essa può essere piuttosto definita come una prerogativa del singolo socio che si trovi in possesso di certi requisiti previsti dalla legge e dallo statuto, vale a dire: i) l'iscrizione in un apposito elenco tenuto dalla società; ii) il possesso continuativo delle azioni; iii) la durata minima di tale possesso azionario, che deve essere almeno pari a 24 mesi da computarsi a far data dall'iscrizione delle azioni nell'elenco medesimo. Tali differenze non sono scevre di conseguenze, poiché solamente in relazione alle azioni a voto plurimo si rende applicabile la disciplina delle assemblee speciali e non si pongono problemi sulla sorte del particolare diritto che esse incorporano in ipotesi di loro “circolazione”, il quale “segue” la azioni medesime. La diversa natura e le conseguenti diverse finalità che i due istituti consentono di perseguire rappresentano la ragione della scelta del legislatore di differenziare anche il campo di applicazione delle due discipline, senza tuttavia escludere totalmente la possibilità di sovrapposizioni. Mentre la clausola di maggiorazione del diritto di voto può essere introdotta in via esclusiva negli statuti di società quotate o “quotande” – divenendo in quest'ultima ipotesi produttiva di effetti

solamente al momento di accoglimento della domanda di quotazione da parte di Borsa Italiana – le azioni a voto plurimo possono essere emesse solamente dalle s.p.a cc.dd. “chiuse”, salvo limitate e particolari ipotesi di estensione, tassativamente individuate dall’art. 127-sexies del Tuf.

Nonostante le numerose differenze evidenziate, sia l’introduzione della possibilità di emettere azioni a voto plurimo, sia l’introduzione della possibilità di attribuire la maggiorazione del diritto di voto, richiedono una modificazione dello statuto sociale da adottarsi, in linea teorica, con le maggioranze previste per l’assemblea straordinaria. In realtà, tale tema richiede delle specificazioni ulteriori. Infatti, in materia di voto plurimo è stato previsto un regime “speciale” ulteriormente rafforzato con cui si è introdotto, per le società già esistenti alla data di entrata in vigore del Decreto del 2014, un *quorum* deliberativo pari alla maggioranza qualificata dei due terzi del “capitale rappresentato in assemblea” anche in prima convocazione, anziché quello “ordinariamente” previsto pari alla metà più uno del “capitale sociale”, onde garantire una maggior tutela agli azionisti di minoranza delle società costituite in un’epoca in cui era ancora vigente il “divieto di emissione di azioni a voto plurimo”. In materia di maggiorazione del diritto di voto, al contrario, si è previsto un particolare regime agevolativo, volto a promuovere una rapida diffusione dell’istituto nel periodo immediatamente successivo all’emanazione del Decreto Competitività. La previsione di un *quorum* deliberativo per l’adozione della delibera in esame pari alla “maggioranza del capitale rappresentato in assemblea”, sebbene consentito per un periodo temporale limitato della durata di circa 7 mesi – dall’entrata in vigore del Decreto al 31 gennaio 2015 – ha rappresentato una forte lesione, in termini di tutela, per le minoranze azionarie di quelle società che ne hanno profittato (solamente tre) e ha scatenato le aperte critiche degli investitori istituzionali, notoriamente contrari all’utilizzo di meccanismi di rafforzamento del controllo di cui le azioni a voto potenziato sono massima espressione. Particolare rilevanza ricopre la tematica del funzionamento dell’organo assembleare in presenza di azioni a voto plurimo o maggiorato. Mentre con riferimento alle seconde non si pongono particolari questioni interpretative, avendo il legislatore espressamente previsto, salvo diversa disposizione statutaria, il computo della maggiorazione del diritto di voto per la determinazione dei *quorum* costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale (ex art. 127-quinquies, comma 8, Tuf), la situazione è diversa in caso di voto plurimo là dove manca un’analoga previsione legislativa. La questione, quindi, è se in presenza di azioni a voto plurimo le percentuali minime previste per tali *quorum* debbano essere determinate utilizzando come metro di calcolo il numero delle azioni (quindi con riferimento al capitale sociale, posto che le azioni debbono essere tutte di uguale valore), o il numero dei diritti di voto (con riferimento cioè al capitale votante). La dottrina è divisa. Mentre la parte prevalente di essa è orientata verso la prima delle due soluzioni prospettate, ritenendo applicabile la specifica disposizione prevista dal legislatore per il voto maggiorato e ricavando dal combinato disposto di tale disposizione e quella contenuta all’art. 2368, primo comma, c.c. – che prevede l’esclusione dal calcolo dei *quorum* costitutivi di assemblee ordinarie le azioni prive del diritto di voto nelle assemblee medesime – una sorta di principio generale che individua la base di calcolo dei *quorum* direttamente nel capitale votante, la dottrina minoritaria ritiene preferibile la seconda soluzione ritenendo che la prerogativa che caratterizza la categoria delle azioni a voto plurimo, non solo consista, ma si esaurisca nel

“potenziamento” del diritto di voto, dovendo trovare espressione, quindi, solamente nel momento di esercizio di tale diritto, con il calcolo, cioè, dei quorum deliberativi. Particolare rilevanza assumono, inoltre, i temi connessi a dinamiche esosocietarie, ossia quello del diritto di recesso e quello delle “vicende circolatorie” della partecipazione azionaria. In tema di esercizio del diritto di recesso, mentre con riferimento al voto maggiorato nessun problema si pone vista l’espressa esclusione del medesimo ex art. 127-quinquies, sesto comma, del Tuf, problemi particolari si pongono, di nuovo, relativamente all’istituto del voto plurimo, per il quale il legislatore nulla ha previsto. La dottrina maggioritaria ritiene comunque applicabile l’art. 2347, primo comma, lett. g) del codice civile, ricomprendendo la deliberazione introduttiva del voto plurimo tra quelle rientranti fra le “modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione”. Un’interpretazione restrittiva di quest’ultima disposizione – nel senso che essa si riferisce solamente a quelle deliberazioni che incidono in maniera diretta sui diritti di voto dei soci – ha portato alcuni a ritenere non applicabile la disciplina del recesso nel caso di specie, emergendo così la necessità di un intervento chiarificatore ad opera del legislatore. Il tema delle “vicende circolatorie della partecipazione azionaria” spinge a focalizzare l’attenzione sulle azioni a voto maggiorato e, conseguentemente, sugli emittenti quotati. La particolare natura che le contraddistingue, infatti, implica la necessità di stabilire la “sorte” della maggiorazione del voto in ipotesi di passaggio dell’azione dal soggetto titolare beneficiario di tale prerogativa ad un terzo. E così, è espressamente stabilita la perdita della maggiorazione non solo in ipotesi di “cessione” a titolo oneroso o gratuito della partecipazione – ossia in caso di mutamento formale della titolarità dell’azione, salvo le ipotesi di successione per causa di morte, di fusione o scissione del titolare della partecipazione e di aumento gratuito di capitale con estensione della maggiorazione alle azioni di nuova emissione – ma anche, adottando un approccio “sostanziale”, nella particolare ipotesi di “cessione di partecipazioni di controllo in società o enti che detengono azioni a voto maggiorato in misura superiore” alla soglia prevista dalla disciplina delle “partecipazioni rilevanti” (2%, ovvero 5% in caso di PMI). L’analisi della *ratio* dell’istituto del voto maggiorato consente, inoltre, di equiparare in termini di effetti tutte quelle fattispecie in cui si verifica l’“attribuzione del diritto di voto a soggetti diversi dal titolare” – come, ad esempio, in caso di pegno usufrutto o sequestro della partecipazione – alla cessione della partecipazione azionaria, con ciò determinandosi, in sostanza, la perdita del beneficio. Ulteriori questioni di “perdita”, “conservazione” o “estensione”, della maggiorazione del diritto di voto si pongono in ipotesi di operazioni straordinarie (fusioni, scissioni e aumenti di capitale) alle quali il legislatore ha destinato alcune “mirate” disposizioni, prevedendo come principio generale quello della “conservazione del beneficio” in caso di fusione o scissione del soggetto titolare delle azioni a voto maggiorato – in ragione della natura successoria di tali operazioni – e dell’“estensione” del medesimo alle azioni di nuova emissione nel solo caso di aumento a titolo gratuito – con l’obiettivo di garantire che gli effetti del “beneficio” rimangano inalterati a seguito dell’incremento meramente nominale del capitale. Mentre nei casi citati è stato previsto un regime c.d. di *opt-out*, ossia la possibilità di prevedere statutariamente la “non-conservazione” o “non-estensione” del beneficio, in ipotesi di aumento di capitale a pagamento la regola generale è quella della “non-estensione” della maggiorazione alle azioni di nuova emissione – onde evitare che tale beneficio venga attribuito senza

che sia decorso il *vesting period* necessario per la sua maturazione – salvo diversa disposizione statutaria (c.d. regime di *opt-in*), mediante la quale non può comunque prevedersi l’attribuzione del voto maggiorato a soci “non-fedeli”, onde evitare il configurarsi di una fattispecie di disparità di trattamento tra azionisti. È proprio in tema di operazioni straordinarie che il legislatore ha individuato alcune ipotesi eccezionali di emissione di azioni a voto plurimo ad opera di emittenti quotati, vale a dire: i) aumento di capitale gratuito; ii) aumento di capitale a pagamento senza esclusione o limitazione del diritto d’opzione); iii) fusione o scissione, se una delle società partecipanti abbia già emesso azioni a voto plurimo. In tutti questi casi è necessario che la particolare vicenda societaria sia posta in essere da o, più in generale, veda il coinvolgimento di una società che abbia già provveduto all’emissione di azioni a voto plurimo. Ciò consente di evidenziare la particolare finalità della norma, cioè quella di garantire l’invarianza nel rapporto tra le varie categorie di azioni già esistenti, finalità che può essere conseguita solo se nelle ipotesi citate siano emesse azioni a voto plurimo che presentino “le medesime caratteristiche e diritti di quelle già emesse” (ex art. 127-sexies, comma 2, Tuf). Ammettendo tali ipotesi di estensione del campo di applicazione del voto plurimo e considerando anche quella precedentemente richiamata della “conservazione post-quotazione” del medesimo tipo di azioni emesse da una s.p.a. “chiusa”, potrebbero verificarsi delle fattispecie di cumulo tra azioni a voto plurimo e maggiorato. Onde evitare una simile possibilità, da ritenere particolarmente “pericolosa” per gli azionisti estranei al controllo a causa dell’eccessiva sproporzione in termini di rapporto potere-rischio che potrebbe determinare, il legislatore ha espressamente escluso la cumulabilità dei due istituti, prevedendo che in tutti i casi citati “non possono essere previste ulteriori maggiorazioni del diritto di voto” (ex art. 127-sexies, comma 3, Tuf).

L’introduzione di azioni a voto plurimo e maggiorato, ossia di due strumenti in grado di alterare fortemente gli assetti di potere interni alla società, ha reso necessario, infine, degli interventi di adeguamento in materia di Opa obbligatoria e di “assetti proprietari” degli emittenti quotati. Orbene, onde evitare un utilizzo “distorto” del voto potenziato – un utilizzo cioè, orientato ad “eludere” le disposizioni in tema di Opa obbligatoria – sono stati modificati i criteri di determinazione delle soglie oltrepassate le quali insorgono gli obblighi di Opa e dei criteri di calcolo delle partecipazioni a tal fine rilevanti, prevedendo come base di calcolo il capitale votante, considerando come parte dello stesso, però, solamente i voti esercitabili nelle deliberazioni di nomina o revoca di amministratori o consiglieri di sorveglianza. Ciò denota come anche la fattispecie di “potenziamento del voto” debba essere considerata una tecnica in grado di consentire, del pari dell’acquisto di azioni sul mercato, l’acquisizione o il consolidamento del controllo. Analoghi “aggiustamenti”, hanno riguardato i criteri di calcolo delle soglie di partecipazione prevista dalla disciplina degli “assetti proprietari”, con riferimento, quindi, alle c.d. “partecipazioni rilevanti” e “partecipazioni incrociate”.

Vista la finalità delle nuove disposizioni, è da giudicare opportuna l’ulteriore modifica concernente l’ipotesi di “superamento passivo” delle soglie Opa (che ben può verificarsi in caso di acquisto o perdita del potenziamento del diritto di voto da parti di altri soci), nel qual caso è esclusa l’insorgenza di qualunque obbligo. Ulteriori modifiche hanno riguardato la regola di neutralizzazione (c.d. *breakthrough rule*) in relazione alla quale si è previsto, in sostanza, la sterilizzazione dei voti multipli

nel caso in cui sia promossa un'offerta pubblica di acquisto o di scambio finalizzata all'acquisizione del controllo (c.d. *hostile takeover*), con l'obiettivo di limitare gli effetti negativi in sulla contendibilità del controllo societario che le azioni a voto potenziato notoriamente generano. Ulteriori rilevanti novità hanno riguardato le PMI, tra le quali spiccano la possibilità, in tema di Opa totalitaria, di scegliere statutariamente la soglia rilevante purché compresa nella fascia che va dal 25% al 40% e la possibilità, in tema di Opa da consolidamento, di disapplicare la disciplina menzionata per un periodo di massimo cinque anni decorrente dalla data di quotazione (c.d. *grace period*). Tali disposizioni infatti, si muovono nella stessa direzione dell'introduzione delle azioni a voto potenziato. Esse dimostrano, di nuovo, che l'intento principale che il legislatore ha inteso perseguire è stato quello di rendere i nostri mercati regolamentati maggiormente appetibili per le società "chiuse" tra le quali, appunto, prevalgono realtà imprenditoriali di piccole e medie dimensioni.

CAPITOLO 3

RICADUTE IN TEMA DI CORPORATE GOVERNANCE: TRASFERIMENTO DEL CONTROLLO E TUTELA DELLE MINORANZE

Ai fini di una corretta valutazione della qualità dell'intervento del legislatore del 2014 si rende necessario indagare non solo il ruolo che la previsione delle azioni a voto potenziato è destinata a giocare sugli assetti di potere interni alle società per azioni in generale, e a quelle quotate in particolare, ma anche gli effetti che l'emissione di azioni a voto plurimo o l'introduzione della maggiorazione del voto possono determinare sulla corporate governance, sottolineandone *pro* e *contro*. Per far ciò, è opportuno passare in rassegna quella parte della letteratura economica sulla corporate governance – principalmente di derivazione anglo-americana – che si è ampiamente occupata della ricerca di un sistema di attribuzione dei diritti sociali che potesse rappresentare la soluzione "ottimale" al problema della correlazione tra diritti patrimoniali e amministrativi. In quest'ottica, la corretta comprensione delle dinamiche di governance che dai due nuovi istituti possono scaturire richiede un passo intermedio non può che partire da un breve richiamo degli insegnamenti racchiusi nella nota "Teoria dell'Agenzia" di Jensen e Meckling (1976), la quale trova il proprio fondamento, a sua volta, nella concezione dell'impresa come "*nexus of contracts*" – letteralmente "rete di contratti" tra privati – elaborata dalla dottrina giuridico-economica statunitense nell'ambito della più ampia *contractual theory of the firm* (Coase, R. H., 1937). Orbene, la relazione di natura contrattuale esistente tra la proprietà – i.e. gli azionisti – e il management è configurabile come un "rapporto d'agenzia", nell'ambito del quale una parte (il c.d. *principal*) delega ad un'altra (il c.d. *agent*) lo svolgimento per proprio conto di determinate attività comportanti, tra l'altro, l'attribuzione di responsabilità decisionale. Assumendo la razionalità economica delle parti, l'esistenza di asimmetrie informative e di interessi divergenti tra le medesime e l'impossibilità di stipulare contratti "completi", è estremamente probabile che l'*agent* – dotato, tra l'altro, di una migliore conoscenza dell'impresa proprio perché titolare del potere gestorio – non operi nell'esclusivo interesse del *principal* (la proprietà) sfruttando le asimmetrie informative esistenti a proprio vantaggio. Tali problemi di "opportunismo contrattuale" (c.d. problemi di agenzia)

richiedono una costante attività di *monitoring* da parte della proprietà, comportante il sostenimento di ingenti costi (cc.dd. *agency costs*) che, in assetti proprietari diffusi, sono difficilmente sostenibili dal singolo azionista in relazione al noto problema del *free-riding*: l'azionista che svolgesse tale attività sosterebbe un onere di gran lunga superiori ai benefici che da tale attività potrebbe trarre in via individuale. Infatti, l'incremento del valore sociale che da ciò deriverebbe, verrebbe ripartito fra tutti gli azionisti in proporzione alla quota di partecipazione di cui ciascuno risulti titolare. In tal senso, la concentrazione delle azioni e dei voti in capo ad un singolo azionista, il c.d. *controlling shareholder*, incentiva lo stesso ad agire nell'interesse comune, in vista, cioè, della massimizzazione del valore societario, riducendosi in tal modo il problema richiamato. In sostanza, minore è il grado di separazione tra proprietà e controllo, minori saranno i problemi di agenzia tra azionisti e management. In caso di assetti proprietari concentrati, la principale relazione di agenzia vede come "parti" del rapporto *azionisti di maggioranza* da un lato, e *azionisti di minoranza* dall'altro, parti che, specie con riferimento a società quotate, sono generalmente portatrici di interessi non totalmente coincidenti. In tal caso, l'azionista di controllo può essere incentivato all'estrazione di benefici privati dall'impresa, nella misura in cui il valore di tali benefici è superiore alla riduzione di valore che tale comportamento opportunistico causa alla propria partecipazione. Emerge in sostanza un problema di agenzia tra *azionisti di maggioranza* e *azionisti di minoranza* che si acuisce in presenza di azioni a voto potenziato. Esse, generando una sproporzione tra diritti amministrativi e patrimoniali, incrementano il grado di separazione tra proprietà e controllo e, conseguentemente, i problemi di agenzia. Da cui la diffusa percezione, in letteratura, dell'ottimalità del principio "un'azione, un voto" rispetto ad altri criteri di attribuzione dei diritti sociali. Ciò non toglie che l'adozione di strutture di voto non proporzionale possa avere anche degli effetti positivi consistenti principalmente nell'incentivazione dell'attività di *monitoring* da parte del *controlling shareholder* sul management dell'impresa grazie alla riduzione dei costi associati alla detenzione di una partecipazione significativa in una singola impresa, tra i quali, su tutti, i costi associati alla mancata diversificazione di portafoglio.

L'utilizzo di azioni a voto potenziato genera rilevanti effetti anche sul funzionamento del mercato del controllo societario e sull'adozione di determinate decisioni di finanziamento dell'impresa piuttosto che di altre. In relazione al primo tema, la letteratura ha messo in evidenza come il principio "un'azione, un voto" non sempre consente un'allocatione ottimale del controllo societario, ciò dipendendo da diversi fattori: i) il grado di concentrazione degli assetti proprietari; ii) il numero dei potenziali acquirenti; iii) il grado di asimmetria informativa sulla capacità del potenziale acquirente di creare valore a seguito dell'acquisizione del controllo. E così, è il diverso combinarsi di questi 3 fattori che, da un punto di vista teorico, può determinare la superiorità della regola di proporzionalità su di una regola che da essa devia, o viceversa. Anche in relazione al tema delle decisioni finanziarie dell'impresa, le azioni a voto potenziato possono generare notevoli effetti positivi. Orbene, la dottrina economica ha dimostrato che là dove un'impresa necessita di nuove risorse per finanziare progetti di investimento efficienti o per uscire da situazioni di crisi e, contemporaneamente, l'azionista di controllo non abbia a disposizione ulteriori risorse personali da investire, allora le azioni a voto potenziato potrebbero facilitare il ricorso al mercato dei capitali di rischio, poiché in grado di ridurre il

rischio di diluizione della partecipazione di controllo e il rischio di mutamenti rilevanti negli assetti di potere interni alla struttura proprietaria.

Le implicazioni positive e negative messe in luce dalla dottrina teorica e confermate da numerosi studi empirici che dimostrano una rilevante diffusione sia in paesi europei che extra-europei delle *super voting shares* devono essere “calate”, all’interno del modello di capitalismo italiano. Esso risulta caratterizzato da un’elevata presenza di piccole e medie imprese in cui domina un modello di gestione familiare, poche grandi imprese a proprietà molto concentrata con prevalenza, anche in tal caso, di un controllo di tipo familiare, un mercato finanziario di dimensioni ridotte e un grande ricorso al finanziamento bancario. In un simile contesto, l’introduzione di azioni a voto plurimo o maggiorato può generare degli effetti sul governo economico delle società quotate italiane non solo non solo negativi – come, ad esempio, l’acuirsi di problemi di agenzia fra azionisti di maggioranza e di minoranza o una riduzione del già basso grado di contendibilità del controllo delle imprese societarie italiane – ma anche vantaggi, tra i quali spiccano la possibilità per l’azionista di controllo ridurre i costi di detenzione di una partecipazione rilevante e di destinare più risorse all’attività di monitoraggio del management da un lato, e la possibilità di realizzare ricapitalizzazioni efficienti. La contemporanea presenza, in linea teorica, di vantaggi e svantaggi nell’utilizzo di azioni a voto potenziato evidenzia come non sia possibile assumere una posizione di vertice - favorevole o contraria – sulla loro legittimazione e che, pertanto, anche da un punto di vista economico può giudicarsi legittimo il loro riconoscimento normativo. Emerge però anche la necessità che tale riconoscimento avvenga mediante la creazione di una disciplina rigorosa, particolarmente attenta a preservare e valorizzare i vantaggi di questi due strumenti e a limitarne gli svantaggi.

È allora necessario spostare il punto di vista dell’analisi economica da quello della generalità a quello della specificità, soffermandosi cioè sull’evidenziazione dei punti di forza e dei punti di debolezza dell’intervento operato dal legislatore della “mini-riforma”. Per far ciò, si rende necessario rileggere le “nuove” disposizioni nell’ottica del principale interesse che la disciplina della “mini-riforma” avrebbe dovuto tutelare: quello delle minoranze azionarie non di controllo. In termini positivi devono essere valutate quelle disposizioni volte a rendere operanti in presenza di azioni a voto plurimo o maggiorato, alcune forme di tutela già previste dall’ordinamento, in particolare i cc.dd. diritti della minoranza (o *poteri di autotutela*), per l’esercizio dei quali è necessario il possesso di percentuali qualificate di capitale sociale, per le quali si è opportunamente stabilito che “*la maggiorazione non ha effetto sui diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale*”(ex 127-quinquies, comma 8, Tuf). Lo stesso potrebbe dirsi per i *quorum* costitutivi e deliberati necessari per l’introduzione della clausola statutaria concernente il voto plurimo o maggiorato: sebbene da un lato sia stato previsto un regime ulteriormente rafforzato per il voto plurimo, la breve finestra temporale di maggioranza semplice per l’introduzione della maggiorazione del voto ha rappresentato uno svuotamento di tutela di non poco conto. Sono poi da apprezzarsi positivamente le nuove disposizioni introdotte con specifico riferimento alle azioni a voto potenziato ossia: i) i limiti al potenziamento del voto, pari a tre voti per azione in caso di voto plurimo e a due voti per azione in caso di voto maggiorato; ii) il computo delle “maggiorazioni di voto” nel calcolo delle soglie rilevanti in ambito di

Opa obbligatoria e di “assetti proprietari” di emittenti quotati e la loro inclusione nel novero delle “misure difensive preventive” con la modifica alla regola di neutralizzazione; iii) i nuovi obblighi di trasparenza in tema di assetti proprietari con la previsione di un obbligo di comunicazione dell’ammontare complessivo dei diritti di voto e l’individuazione di precisi termini temporali per l’effettuazione della stessa. Nonostante tali disposizioni, che sembrano rappresentare dei semplici ed automatici “adeguamenti”, diversi sono i punti di debolezza individuabili nella disciplina dei due istituti tra i quali si richiamano: i) la mancanza per il voto maggiorato di un limite massimo, oltre che minimo, al periodo di possesso necessario per la maturazione del beneficio; ii) l’assenza, per le azioni a voto plurimo, di un limite d’emissione analogo a quello previsto dall’art. 2351 per l’emissione di azioni senza voto; iii) l’assenza di una disciplina del cumulo tra azioni a voto potenziato e altri meccanismi di rafforzamento del controllo ammessi dall’ordinamento (ad es. azioni senza voto, gruppi piramidali e altri); iv) l’esclusione del diritto di recesso in caso di deliberazione di modifica dello statuto con cui viene prevista la maggiorazione del voto; v) in tema di Opa, la rimessione allo statuto dell’operatività delle c.d. *breakthrough rule*.

A tali lacune, si è cercato di affiancare una serie di possibili soluzioni da implementare in via di autotutela e/o eterotutela, soluzioni trovano la loro origine sia nell’esperienza di altri ordinamenti che già da tempo ammettono l’utilizzo di azioni a voto potenziato, sia nella dottrina giuridica italiana sviluppatasi in seno al dibattito dei primi decenni del secolo scorso cui si è accennato nel corso del primo capitolo e sia, infine, in quella dottrina più recente sviluppatasi nell’ambito dell’intervento legislativo del 2014. È possibile distinguere tra misure che prevedono l’apposizione di limiti o freni al potere di comando riflesso nelle azioni a voto potenziato, e misure con cui attribuire alle minoranze azionarie diritti e poteri ulteriori rispetto a quelli ordinariamente previsti, nel caso in cui azioni a voto plurimo o maggiorato divengano operative. Tra le prime è possibile annoverare le seguenti: i) la “maggiorazione” della responsabilità dei soci titolari di azioni a voto potenziato, responsabilità “rafforzata” ma comunque limitata a k-volte il valore dell’azione, ove k è il numero di voti che quella specifica azione attribuisce; ii) la previsione di un limite di creazione di azioni a voto plurimo o maggiorato, come previsto per le azioni senza voto; iii) la previsione di limiti al cumulo tra azioni a voto potenziato e altri meccanismi di rafforzamento del controllo, quali azioni senza voto e patti parasociali; iv) in tema di “funzionamento” dell’assemblea potrebbe prevedersi un limite all’utilizzo di “potenziamenti di voto” nelle delibere assembleari più rilevanti; v) l’operatività della c.d. *breakthrough rule* indipendentemente dall’adozione di un’apposita clausola statutaria; vi) la repressione di abusi della maggioranza mediante la sanzione della cessazione temporanea o definitiva dell’incremento quantitativo di voto proprio di ciascuna azione a voto plurimo o maggiorato. Nelle seconde, è possibile ricondurre: i) l’attribuzione, in presenza di azioni a voto potenziato, di un privilegio di natura patrimoniale alle azioni a voto ordinario per compensare forfettariamente le perdite subite dai titolari di queste; ii) in tema di funzionamento dell’assemblea, alternativamente a quanto poc’anzi prospettato, si potrebbe prevedere un meccanismo di *whitewash*, con cui far dipendere la validità delle delibere assembleari più rilevanti anche al voto favorevole della maggioranza dei soci titolari di azioni a voto ordinario.

Di fianco a tali possibili soluzioni, si può ipotizzare, in un'ottica fortemente innovativa, la possibilità di un utilizzo dei meccanismi di potenziamento del voto non-fisiologico rispetto a quello cui questi sono generalmente destinati, ovverossia come strumento utilizzabile da “specifiche” minoranze azionarie: gli *activist shareholders*. In tal senso, un ruolo positivo potrebbe essere svolto dagli “investitori istituzionali” i quali potrebbero sfruttare tali meccanismi per accrescere ulteriormente il proprio peso assembleare con l'obiettivo di “influenzare attivamente” le politiche e le prassi della società cui partecipano: è la forte concentrazione degli assetti proprietari delle imprese italiane che consente di ipotizzare un utilizzo di tali strumenti funzionale allo sviluppo di fenomeni di “*shareholder activism*” di tipo difensivo. In tal senso, le azioni a voto maggiorato sembrano avere le caratteristiche per prestarsi meglio a questa funzione “anormale”. È in questa direzione che si colloca la proposta di ripensare i meccanismi di rafforzamento del voto, mediante l'introduzione di uno strumento poco conosciuto nel nostro paese ma ben noto nell'esperienza americana: il *quadratic voting*.

CAPITOLO 4

LA REAZIONE DEL MERCATO FINANZIARIO ALL'INTRODUZIONE DELLA MAGGIORAZIONE DEL DIRITTO DI VOTO: “EVENT EVALUATION”

Il tema delle azioni a voto potenziato necessita a questo punto di essere riguardato sotto una prospettiva empirica. La pressoché totale assenza di emittenti quotati che abbiano emesso azioni a voto plurimo impedisce di ricomprendere nell'indagine anche tale strumento e obbliga a limitare l'analisi alla costruzione e implementazione di uno studio finalizzato a misurare esclusivamente l'impatto della maggiorazione del diritto di voto sul benessere delle minoranze azionarie. Tale studio rappresenta la naturale prosecuzione dell'analisi economica intrapresa nel terzo capitolo, e si pone l'obiettivo di offrire una misura dell'effetto complessivamente prodotto dal nuovo istituto, effetto da considerarsi come la risultante degli aspetti positivi e negativi di cui le azioni a voto maggiorato sono generalmente portatrici. La metodologia prescelta per la conduzione di tale studio è quella dell'*event study*, con la quale si analizza statisticamente il comportamento di una serie storica nel periodo intorno ad un determinato evento (costituita, in questo specifico caso, dalla serie dei rendimenti dei titoli azionari oggetto di studio). La ragione di questa scelta è facilmente comprensibile se si considera l'idea sottostante uno “studio di evento”: vedere qual è l'effetto di una certa decisione, o di un certo evento, sul valore dei titoli di una società, e quindi sulla ricchezza degli azionisti di questa società, in particolare degli azionisti estranei al controllo. Lo *step* iniziale per condurre un *event study* consiste nel definire l' “evento di interesse” ed individuare il momento in cui viene a conoscenza del mercato. Nel caso di questo studio l'evento “introduzione della clausola di maggiorazione del voto” è osservato prendendo a riferimento due distinte date di annuncio (*event dates*): 1) la *data di convocazione dell'assemblea* chiamata a decidere sull'introduzione della clausola; 2) la *data di adozione* della correlata delibera assembleare. Successivamente occorre identificare: i) il periodo temporale all'interno del quale le quotazioni dei titoli azionari delle società coinvolte nell'evento e i relativi rendimenti verranno esaminati (la c.d. *event window*, costruita intorno alla data di verifica-

dell'evento di interesse), relativamente alla quale si è scelta una c.d. event window di periodo multiplo – ciò significando che, per ciascuna *event date*, l'*event window*, di ampiezza massima pari a 11 giorni simmetricamente distribuiti intorno alla data di annuncio, è stata scomposta in diversi sotto-periodi; ii) la finestra temporale costituente la base di calcolo del rendimento “normale” o “atteso” di tali titoli (c.d. *estimation window*, per la quale è opportuno scegliere un periodo di tempo sufficientemente lungo, generalmente antecedente alla data di evento), nel nostro caso costruita prendendo a riferimento, per ciascuna società, i rendimenti osservati da 210 a 10 giorni prima del giorno in cui ha luogo il primo annuncio (in gergo tecnico, da -210 a -10 giorni in *event time*). Individuato il campione di società oggetto di studio (29 delle 31 società che hanno introdotto il voto maggiorato, a causa della mancata disponibilità di dati per le due società escluse, “Technogym spa” e “Openjobmetis spa”) e raccolti i dati necessari occorre stimare, onde valutare l'impatto dell'evento, i cc.dd. rendimenti anormali – i.e. *abnormal returns (ARs)* – dei singoli titoli azionari, che possono essere definiti come la differenza tra il rendimento effettivo (c.d. *ex post*) di ciascun titolo e il rendimento “normale” o “atteso” del titolo medesimo – cioè il risultato che si attende da un certo investimento sulla base delle informazioni disponibili al momento di effettuazione dell'operazione – calcolata all'interno dell'*event window* prescelta. Per il calcolo dei rendimenti attesi si sono utilizzati, con l'obiettivo di rendere i risultati dell'analisi di più robusti, due modelli diversi: i) Il modello della media (c.d. constant mean return model), con il quale il rendimento atteso è costante e pari alla media aritmetica dei rendimenti osservati nell'*estimation window*; ii) il modello di mercato (c.d. market model), con cui il rendimento atteso è calcolato, tramite regressione lineare, mettendo in relazione il rendimento di ciascun titolo con il rendimento del mercato (per il quale si è utilizzato come proxy l'indice FTSE-MIB). Stimati in tal modo i rendimenti attesi internamente all'*event window*, è possibile calcolare gli ARs, i quali rappresentano una misura dell'impatto dell'evento a livello di singola società e nel singolo giorno. Per eliminare alcuni problemi che potrebbero non consentire una corretta misurazione degli effetti dell'evento – come la possibilità che le notizie siano filtrate sul mercato qualche giorno precedente l'annuncio oppure che ci sia una lentezza del mercato nel riflettere le informazioni o, infine, la possibilità che gli ARs ottenuti dipendano da altri eventi, esogeni od endogeni, relativi alla singola impresa – si rende opportuno aggregare gli ARs lungo la dimensione tempo, calcolando i cc.dd. *Cumulative Abnormal Returns (CARs)* che rappresentano una media aritmetica degli ARs rilevati per la singola impresa in un determinato periodo temporale interno alla *event window*, e contemporaneamente nel tempo e nello spazio, calcolando i cc.dd. *Average Cumulative Abnormal Returns (ACARs)*, ossia la media aritmetica dei CARs precedentemente calcolati, tra tutte le imprese. Per il calcolo delle misure aggregate sono stati individuati, indicando con $\tau = 0$ l'*event date*, i seguenti periodi temporali interni a ciascuna *event window*: i) una finestra temporale di 11 giorni, $[\tau-5, \tau+5]$; ii) due finestre temporali di 5 giorni, $[\tau-5, \tau-1]$ e $[\tau+1, \tau+5]$; iii) una finestra temporale di 3 giorni, $[\tau-1, \tau+1]$; una finestra temporale di 1 giorno, $[\tau = 0]$, in cui si riduce il calcolo al rendimento anormale rilevato nell'*event date*.

Tutte le misure di risultato poc'anzi indicate (ARs, CARs, e ACARs,) , sono state sottoposte ad un Test statistico (Test T), mediante il quale è possibile verificare la loro significatività statistica.

Individuare le misure significative vuol dire verificare la reale “anormalità” delle misure calcolate, ossia accertare che l’evento abbia realmente prodotto un effetto sul benessere degli azionisti di minoranza solamente poi potendosi osservare il segno di tale effetto. Le evidenze ottenute mediante ciascun modello sono pressoché identiche. Mentre con i Test sugli ARs calcolati nelle due *event dates* si è verificata la pressoché totale assenza di valori significativi, i risultati dei Test sulle misure aggregate evidenziano che i valori dei Rendimenti anormali cumulati medi (ACARs) misurati nella finestra $[\tau-1, \tau+1]$ costruita intorno alla prima *event date* e nella finestra $[\tau-5, \tau-1]$, costruita prendendo a riferimento i 5 giorni precedenti il secondo annuncio siano statisticamente significativi e, in particolare, presentino segno positivo. Ciò implica che, contrariamente alle aspettative, l’introduzione della clausola di voto maggiorato ha generato, a livello aggregato, un impatto positivo sullo *shareholder value*. Le ragioni di un simile risultato potrebbero dipendere da diversi fattori: i) l’identità dell’azionista di controllo, nella quasi totalità dei casi rappresentato da famiglie imprenditoriali che agiscono (adottando una visione diversa da quella diffusa in letteratura) con l’obiettivo di incrementare il valore della società, implementando la propria “*idiosyncratic vision*”, ii) la minor “pericolosità” del voto maggiorato rispetto al voto plurimo, poiché strumento teoricamente accessibile da tutti gli azionisti; iii) il ruolo positivo dell’autonomia statutaria, in grado di colmare, in tutte le società indagate, le lacune normative lasciate dal legislatore (fissando, in particolare, il *vesting period* per la maturazione del beneficio nella misura minima di stabilita dal legislatore, ossia 24 mesi). Pertanto, cumulando le caratteristiche in termini di assetti proprietari delle società indagate, gli aspetti economici positivi sopra richiamati ad esse strettamente connessi e le caratteristiche delle azioni a voto maggiorato così come risultano dalla combinazione delle disposizioni di legge e delle disposizioni statutarie, si può, forse, più agevolmente comprendere la ragione per cui le risultanze dell’indagine portino a concludere che il mercato ha intravisto nell’adozione dello strumento in esame più che un rischio, un’opportunità.

L’evidenziazione di un effetto complessivamente positivo ha spinto ad analizzare il fenomeno sotto un’ulteriore punto di vista, passando dall’analisi dell’impatto dello stesso sui corsi azionari delle società oggetto di studio, ad un’analisi focalizzata sulle dinamiche dell’azionariato rilevante nell’intorno delle date di introduzione del voto maggiorato, nell’ottica di evidenziare eventuali fenomeni di disinvestimento da parte degli investitori istituzionali, soggetti tipicamente titolari di “partecipazioni rilevanti”. La bassa frequenza di tali fenomeni e i limiti dell’indicatore che si è costruito, hanno permesso di concludere che, sostanzialmente, sebbene gli investitori istituzionali abbiano fortemente criticato la misura legislativa, nei fatti essi non si sono spinti oltre la manifestazione del proprio dissenso nelle assemblee introduttive dell’istituto *de quo*.

Si è analizzato, infine, lo specifico impatto della maggiorazione del diritto di voto nella sfera degli azionisti “attivistici” (in particolare “investitori istituzionali”) in termini di riduzione del proprio “peso” assembleare. La misurazione l’effetto di diluizione della partecipazione da questi posseduta determinatosi a seguito della maturazione del voto maggiorato per le azioni dell’azionista di controllo, ha reso possibile evidenziare che, sebbene il voto maggiorato possa provocare un forte ridimensionamento del ruolo degli investitori istituzionali e, anche per questo, disincentivare gli stessi

dal compiere investimenti in società che lo abbiano introdotto, ciò è vero là dove gli investitori istituzionali medesimi non decidano anch'essi di iscriversi nell'elenco speciale e di mantenere immobilizzato il proprio investimento per un periodo di tempo relativamente lungo. A fronte di tale considerazione emerge, in sostanza, la necessità che non solo le società – e i soggetti che le controllano – tengano in considerazione gli interessi delle minoranze nel momento in cui predispongono la disciplina statutaria delle azioni a voto maggiorato, ma anche che gli investitori istituzionali, in qualità di azionisti di minoranza più naturalmente in grado di svolgere un ruolo “attivo” nella governance societaria, modifichino il proprio atteggiamento verso l'istituto in esame adottando una posizione meno rigida poiché, come si è visto, in qualche caso esso può generare effetti positivi nella sfera di interesse delle minoranze.

Le evidenze empiriche raccolte sulla maggiorazione del diritto di voto dimostrano come sia opportuno evitare di “demonizzare” determinati strumenti e “decantarne” altri. In sostanza, il funzionamento di meccanismi di rafforzamento del controllo quali sono le azioni a voto plurimo e maggiorato deve essere necessariamente contestualizzato nell'ambiente in cui si inserisce. Sebbene tali strumenti possano essere il mezzo per l'adozione di comportamenti opportunistici da parte dei soggetti che determinano le decisioni di governo delle imprese, ciò non sempre si verifica e i risultati che si sono ottenuti ne sono prova. In conclusione, se sotto un certo punto di vista può essere valutata positivamente l'introduzione di azioni a voto plurimo e maggiorato nell'ordinamento, se non per il semplice fatto che si sono messi a disposizione dell'autonomia privata due strumenti con cui rispondere a specifiche esigenze economiche, sotto il profilo della qualità dell'intervento e della sua efficacia non può dirsi altrettanto. A tre anni dall'entrata in vigore delle nuove norme gli obiettivi di *policy* posti alla base dell'intervento non sono stati ancora raggiunti. Ci si chiede se occorre aspettare ancora qualche tempo per giudicare la reale efficacia dell'intervento o se la crescita del mercato regolamentato italiano e l'incentivazione di una logica di mercato fondata sul perseguimento di obiettivi di lungo termine nell'ottica di condurre ad un sistema economico caratterizzato da reale stabilità sono degli obiettivi che non possono essere conseguiti solamente per mezzo dell'introduzione delle azioni a voto plurimo e maggiorato e, soprattutto, con lo strumento del decreto-legge. Sembra di trovarsi, in realtà, di fronte ad un intervento destinato a colmare una “carezza di normativa” rispetto agli altri sistemi giuridici, piuttosto che a perseguire gli obiettivi “decantati”. In questa costante rincorsa tra ordinamenti, creare continuamente nuovi strumenti può generare delle sovrapposizioni nelle sfere di pertinenza degli stessi e, soprattutto, portare alla creazione di diversi insiemi disciplinari – come si è fatto con il voto plurimo e maggiorato – che in parte si intersecano e in parte si differenziano secondo logiche non sempre trasparenti. Ciò moltiplica i regimi normativi e non rende agevole per l'investitore capire a quali regole sarà soggetta la governance della società in cui egli intende investire. Occorre considerare che anche la semplicità è un valore e che prima di intervenire nuovamente sulla materia del diritto di voto in particolare, e delle società di capitali in generale, potrebbe essere opportuno intraprendere un percorso di semplificazione normativa.

