



Dipartimento di Giurisprudenza

Cattedra di Diritto Commerciale Progredito

La maggiorazione del voto e del dividendo nelle S.p.A. quotate: criticità e prospettive

RELATORE

Chiar.mo Prof.

Gian Domenico Mosco

CANDIDATO

Mattia Siena

Matr. 120643

CORRELATORE

Chiar.mo Prof.

Salvatore Lopreiato

ANNO ACCADEMICO 2016-2017

Indice

| | |
|--|----|
| Introduzione | 5 |
| Capitolo 1: Il Voto Maggiorato | 9 |
| 1.1 Il superamento del principio “ <i>one share, one vote</i> ” | 9 |
| 1.2 Il voto plurimo | 15 |
| 1.2.1 L’introduzione del voto plurimo nelle società “chiuse” | 15 |
| 1.2.2 Il mantenimento del voto plurimo a seguito della quotazione ai sensi dell’art. 127- <i>sexies</i> , TUF | 27 |
| 1.3 La maggiorazione del voto nelle S.p.A. quotate..... | 30 |
| 1.3.1. Inquadramento giuridico del voto maggiorato nell’ordinamento italiano | 30 |
| 1.3.2 Le finalità dell’istituto della maggiorazione di voto nelle società quotate: il favor del legislatore per il long-termism e il rischio di basare il sistema imprenditoriale sulla condizione del “molto potere con poco rischio” | 33 |
| 1.3.3 Pro e contro del voto maggiorato alla luce dell’art. 127- <i>quinquies</i> TUF | 40 |
| 1.4. La disciplina del voto maggiorato | 47 |
| 1.4.1 L’iscrizione nell’elenco come forma costitutiva del diritto di voto maggiorato | 47 |
| 1.4.2 Contenuto della maggiorazione e soglia minima del vesting period | 51 |
| 1.4.3 Introduzione, modifica, eliminazione della clausola di voto maggiorato e correlato diritto di recesso | 55 |
| 1.4.4 Effetti della maggiorazione sui quorum assembleari e sugli altri diritti sociali | 61 |
| 1.4.5 Rinuncia al beneficio della maggiorazione ed eventuali effetti derivanti dall’assenza della clausola di rinunciabilità..... | 63 |
| 1.4.6 La perdita e la conservazione della maggiorazione di voto: questioni interpretative e problematica della record date..... | 66 |
| 1.4.7. La possibile estensione del beneficio della maggiorazione in caso di aumento di capitale, fusione o scissione..... | 73 |
| 1.5 Voto maggiorato e OPA..... | 79 |
| 1.5.1 Profili di disciplina dell’OPA e maggiorazione di voto | 79 |
| 1.5.2 Riflessi del voto maggiorato sul regime delle esenzioni dall’obbligo di OPA | 85 |

| | |
|---|-----|
| Capitolo 2: Il dividendo maggiorato | 89 |
| 2.1 Introduzione all'istituto della maggiorazione del dividendo | 89 |
| 2.2 Le finalità delle clausole di maggiorazione del dividendo e le principali criticità | 91 |
| 2.3 Dubbi di illegittimità costituzionale dell'art. 127- <i>quater</i> , TUF | 99 |
| 2.4 Coordinamento tra la maggiorazione del dividendo e il principio della parità di trattamento | 102 |
| 2.5 L'esclusione dal beneficio delle minoranze qualificate | 105 |
| 2.6 Applicabilità della maggiorazione del dividendo alle società "chiuse" | 106 |
| 2.7 La disciplina del dividendo maggiorato | 109 |
| 2.7.1 Il beneficio oggetto dell'art. 127- <i>quater</i> , TUF: limiti quantitativi e criteri di determinazione | 109 |
| 2.7.2 I requisiti soggettivi necessari al riconoscimento del beneficio della maggiorazione di dividendo | 112 |
| 2.7.3 L'estensione del beneficio alle azioni assegnate ex art. 2442 c.c. | 118 |
| 2.7.4 Vicende modificative del titolare e dell'emittente della partecipazione | 120 |
| 2.7.5 Maggiorazione del dividendo e categorie speciali di azioni | 124 |
| 2.7.6. Il diritto di recesso per modifiche recanti pregiudizio al privilegio e tutela dei titolari di altre categorie di azioni | 130 |
| 2.8. Il ricorso all'istituto del dividendo maggiorato nella prassi delle società quotate, primi bilanci e prospettive circa l'applicazione dell'art. 127- <i>quater</i> , TUF | 132 |
| | |
| Capitolo 3: Analisi comparatistica nel ricorso agli istituti del voto e del dividendo maggiorato | 137 |
| 3.1 Il voto maggiorato in prospettiva comparata | 137 |
| 3.1.1 Il superamento del principio della parità di trattamento in prospettiva comparata | 137 |
| 3.1.2 Il principio " <i>one share, one vote</i> " a livello europeo e negli Stati Uniti | 145 |
| 3.1.3 I Control Enhancing Mechanisms | 151 |
| 3.1.4 La disciplina delle <i>loyalty shares</i> nell'ordinamento francese | 155 |
| 3.1.5 L'esperienza degli Stati Uniti in materia di voto plurimo | 159 |
| 3.1.6 Panoramica del voto maggiorato in Europa: brevi considerazioni su Svezia e Germania | 163 |
| 3.2 La maggiorazione del dividendo in prospettiva comparata | 166 |
| 3.2.1 La regola della proporzionalità del dividendo (<i>sharing rule</i>) e l'ammissibilità di deviazioni rispetto ad essa | 166 |

| | |
|--|------------|
| 3.2.2 Il dividendo maggiorato nell'ordinamento tedesco e francese | 169 |
| Conclusioni..... | 172 |
| Bibliografia | 179 |

Introduzione

I due istituti del voto e del dividendo maggiorato, disciplinati rispettivamente agli artt. 127-*quater* e 127-*quinquies* del Testo unico in materia di intermediazione finanziaria, sono stati introdotti nell'ordinamento italiano con l'obiettivo di allineare la disciplina delle società quotate italiane con i più recenti orientamenti europei ed internazionali espressivi di *favor* verso la creazione di un azionariato stabile.

In risposta alle crisi finanziarie emerse nell'ultimo decennio, già nel Libro Verde UE sulla *corporate governance* del 2011, la Commissione Europea rilevò l'eccessiva passività della maggioranza degli azionisti nella partecipazione all'attività sociale anche in funzione di monitoraggio sulle scelte degli amministratori, nonché come nella maggior parte dei casi gli azionisti fossero focalizzati esclusivamente sulla percezione di profitti nel breve periodo. Così, la Commissione Europea auspicò l'introduzione di misure volte ad incoraggiare gli azionisti ad essere portatori di un interesse alla realizzazione di un profitto sostenibile tramite scelte di investimento maggiormente oculate in una prospettiva temporale medio-lunga¹.

Sempre a livello europeo, la stessa tematica fu ripresa con maggior decisione nel Libro verde sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea del 2013, nel quale la Commissione riferì l'urgenza di improntare l'economia europea su linee di investimento di lungo periodo. In questo documento si riporta che: "*Le modalità di gestione delle attività possono svolgere un ruolo essenziale ai fini del finanziamento a lungo termine, in quanto possono allineare gli incentivi dei gestori delle attività, degli investitori e delle imprese su strategie a lungo termine, attenuando le preoccupazioni sulla propensione al breve termine, sulle speculazioni e sui rapporti di agenzia*".

In particolare, fra le misure di governo societario la Commissione Europea ha proposto di analizzare opzioni per la concessione di diritti di voto potenziato o di dividendi superiori da riconoscere ad investitori di lungo termine².

¹ COMMISSIONE EUROPEA, Libro verde sulla *corporate governance*, 2011, p. 3, disponibile al seguente link: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf

² COMMISSIONE EUROPEA, Libro Verde, *Il finanziamento dell'economia europea*, 2013, p. 13.

Da qui, sulla scia dei principali ordinamenti europei (in particolar modo quello francese e tedesco) anche in Italia, con specifico riferimento alla disciplina delle società quotate sono stati introdotti gli strumenti normativi della maggiorazione del voto e del dividendo con l'obiettivo dichiarato di favorire l'affermazione di un azionariato più stabile.

D'altra parte, la previsione di tali istituti ha segnato una tappa ulteriore verso il definitivo abbandono del principio della proporzionalità tra rischio e potere, in passato canone fondamentale del nostro ordinamento, ma che ad oggi "*può dirsi nella sostanza definitivamente tramontato*"³. Questo principio si basa sulla regola della stretta proporzionalità tra capitale di rischio investito da un socio nell'attività di impresa e il potere che allo stesso deve essere riconosciuto nella gestione dell'attività sociale⁴. Esso può dirsi storicamente legato alle stesse origini delle società di capitali, poiché già nella Compagnia delle Indie, i soci partecipavano al rischio delle spedizioni nel Nuovo Mondo solo limitatamente a quanto apportato⁵. Nello specifico, nel Codice Civile del 1942 la presenza di questo canone fondamentale risultava da una serie di norme relative alla S.p.A. e alle S.r.l. senza ammettersi sostanzialmente alcuna deroga rilevante. Infatti, esso trovava la sua consacrazione nell'espressione del principio "un'azione, un voto", per cui ad ogni azione doveva corrispondere un voto soltanto, nessun voto poteva essere riconosciuto senza azione e nessuna azione poteva essere privata del diritto di voto. In aggiunta, la vigenza del principio della corrispondenza tra rischio e potere risultava dalla presenza, tra le altre, delle norme per cui le azioni conferiscono ai loro possessori uguali diritti (art. 2348, comma 1 c.c.); ogni azione attribuisce una parte proporzionale degli utili netti e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione (art. 235, comma 1,

³ Così, TOMBARI U., *Le azioni a voto plurimo*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di TOMBARI U., Torino, 2016, p. 27. Nello stesso senso anche A. POMELLI, *Rischio d'impresa e potere di voto nella società per azioni, principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. comm.* 2008, I, p. 525, nonché D'ATTORRE G., *il principio d'uguaglianza tra i soci nelle società per azioni*, Milano, 2007, p. 145.

⁴ Come riportato da NOTARI M., *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un canone fondamentale o una regola suppletiva?*, ODCC 2/2016, p. 380, il "*rischio è la possibilità di perdere il valore di quanto conferito e il valore della partecipazione, in caso di andamento negativo dell'impresa sociale, mentre il potere si sostanzia nella possibilità di prevalere nelle deliberazioni dell'assemblea ordinaria e di assumere così la gestione della società tramite la nomina dell'organo amministrativo, in ciò concretandosi in controllo della società*".

⁵ MAROCCHI M., *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Contratto e Impresa* 1/2014, p. 221.

c.c.); l'assemblea ordinaria nomina e revoca gli amministratori (art. 2364, comma 1, c.c.) e delibera a maggioranza assoluta dei voti (art. 2368, comma 1, c.c.); a ciascun socio è assegnato un numero di azioni proporzionale alla parte del capitale sociale sottoscritta e per un valore non superiore a quello del suo conferimento (art. 2346, comma 4, c.c.).

Rispetto alla portata iniziale del principio si è assistito all'introduzione di deroghe sempre più decisive, culminate, in ultimo, nella disciplina degli artt. 127-*quater* e 127-*quinquies*, TUF. Così, un primo segno di distacco rispetto all'assetto normativo delineato dal Codice Civile del 1942 si ebbe con l'introduzione nel 1974 delle azioni di risparmio totalmente prive del diritto di voto.

A seguito, poi, della riforma organica delle società di capitali del 2003, si è assistito alla previsione di strumenti finanziari partecipativi che riconoscono ai rispettivi titolari il diritto di voto seppur solo su specifici argomenti, senza che essi siano accompagnati da alcun conferimento a capitale. La riforma ha, poi, esteso a tutte le società per azioni (ai sensi dell'art. 2351 c.c.) la facoltà di emettere azioni senza diritto di voto ed eventualmente anche senza privilegi di natura patrimoniale. Ha anche ampliato la competenza dell'autonomia statutaria sulla limitazione del diritto di voto, consentendo, ad esempio, l'emissione di azioni a voto limitato a particolari argomenti e subordinato al verificarsi di condizioni non meramente potestative (art. 2351 secondo comma c.c.) o di dar vita a 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 (art. 2348, secondo comma c.c.). Ulteriore novità è risultata, limitatamente alle sole società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, la possibilità di inserire nello statuto un sistema di voto scalare o di tetti massimi al diritto di voto in relazione al numero delle azioni possedute da uno stesso soggetto.

D'altra parte, veniva mantenuto saldo il divieto di emissione di azioni a voto plurimo, il che dava conferma della perdurante immanenza del principio della correlazione tra potere e rischio nella disciplina delle società di capitali, nonché dell'intento del legislatore italiano di evitare forme di investimento nelle società così modeste da non poter giustificare l'esercizio del controllo⁶. Nonostante ciò, nell'ambito delle società

⁶ MAROCCHI M., *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Contratto e Impresa* 1/2014, p. 221. Per tale autore "Tutti questi istituti hanno però in comune un tratto, ossia che mai

quotate si è determinata l'affermazione di meccanismi di cristallizzazione del controllo alternativi, come le strutture piramidali e i patti parasociali.

Così, con la finalità di aumentare la trasparenza e le possibilità dell'autonomia statutaria nell'articolazione degli assetti proprietari, nell'ambito del TUF sono stati previsti il voto e il dividendo maggiorato, il cui inserimento in statuto è rimesso alla scelta autonoma dei soci, seguendo la strada già intrapresa da altri importanti ordinamenti europei tra cui in particolar modo quello di Francia e Germania.

Dal momento dell'introduzione di tali istituti è trascorso un periodo di tempo sufficientemente ampio al fine di valutare se essi abbiano riscontrato interesse e comportato effetti positivi nell'articolazione degli assetti di controllo delle società quotate italiane. Da qui, emerge la necessità di un bilancio applicativo cui la presente tesi è finalizzata, ponendo attenzione alle principali criticità delle norme.

derogano in toto al principio della correlazione tra potere e rischio. Lo attenuano, ne diminuiscono il vigore ed il portato, ma mai lo abbandonano del tutto". In senso contrario POMELLI A. , Rischio d'impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie, p. 525, il quale evidenzia che "il rapporto di proporzionalità tra rischio e potere del socio di società per azioni, più che un principio di ordine generale, assume la veste di un criterio di distribuzione del potere a carattere meramente suppletivo e residuale".

Capitolo 1

Il Voto Maggiorato

1.1 Il superamento del principio “*one share, one vote*”

Il decreto legge 24 giugno 2014, n. 91 (c.d. decreto competitività), come convertito dalla legge 11 agosto 2014 n. 216, ha introdotto significative novità in materia di diritto di voto nelle società per azioni, prevedendo strumenti di potenziamento del voto operanti su due distinti livelli. Un primo livello di modifiche legislative ha interessato le sole società per azioni chiuse, caratterizzandosi per l’abrogazione del divieto di emettere azioni a voto plurimo fino ad allora previsto nella passata formulazione dell’art. 2351, comma 4 c.c., nonché per la possibilità di emettere una nuova categoria di azioni “a voto plurimo”, le quali consentono di esercitare un numero massimo di tre voti per ciascuna azione con riferimento alla generalità delle decisioni di competenza dei soci o anche solo riguardo a decisioni su particolari argomenti in base ad una completa autonomia statutaria di scelta.

Un secondo livello di modifiche legislative ha riguardato gli emittenti titoli negoziati su un mercato regolamentato ai quali (i) viene ad oggi consentito di emettere, ai sensi dell’art. 2351, terzo comma, c.c., azioni a voto limitato e scaglionato (emissione che nel previgente comma terzo era riservata alle sole società chiuse e preclusa invece a quelle quotate) in relazione alla quantità delle azioni possedute da uno stesso soggetto, (ii) viene fatto divieto di emettere azioni a voto plurimo ai sensi dell’art. 127-*sexies*, primo comma, d.lgs. 58/1998, le quali restano prerogativa delle società chiuse e di quelle quotate che abbiano emesso tali azioni prima della quotazione e (iii) viene attribuita la facoltà di emettere le azioni a voto maggiorato sul modello delle *loyalty shares* francesi ai sensi dell’art. 127-*quinquies*, TUF, con un limite massimo di due voti per ogni azione e con riferimento a tutte le azioni che siano di titolarità di uno stesso azionista per un periodo consecutivo indicato nello statuto della società emittente, comunque non inferiore a ventiquattro mesi dall’iscrizione dell’azionista in un apposito elenco (tenuto

dalla società emittente medesima, secondo una disciplina che essa deve prevedere nel proprio statuto)⁷.

Tali innovazioni si inseriscono in un contesto di misure volte a favorire la quotazione delle imprese, poiché il legislatore ha ritenuto che una maggiore flessibilità nella struttura del capitale in deroga al principio “*one share, one vote*” può consentire di aumentare la dimensione del flottante in sede di offerta pubblica di acquisto finalizzata alla quotazione e, di conseguenza, la liquidità delle azioni delle società non quotate senza determinare una diluizione in sede assembleare per gli azionisti di riferimento⁸.

Il sistema del codice civile del 1942 ante riforma del diritto societario del 2003 era, infatti, improntato su un rigoroso rispetto del principio di proporzionalità tra il potere del socio e il rischio da questi assunto tramite l’investimento azionario. In particolare, con il termine “un’azione, un voto” si faceva riferimento ad un meccanismo di attribuzione del voto che non prevedeva l’assegnazione di alcuna forma di potere discrezionale ai soci. Esso si esplicava in tre regole: il voto è attribuito solo all’azione (nessun voto senza azioni); il voto è riconosciuto a ciascuna azione (nessuna azione senza voto); e un’azione, un voto soltanto (divieto di voto plurimo)⁹.

Nello specifico, la formulazione dell’art. 2351, comma 1, c.c., ante riforma del 2003 stabiliva che ogni azione attribuiva il diritto di voto senza possibilità di assegnazione del voto a soggetti che non fossero dotati del diritto di proprietà, di usufrutto o di pegno sulle azioni (“nessun voto senza azioni”). Si prevedeva, inoltre, la facoltà dell’esercizio del voto connesso all’azione su qualsiasi argomento decisionale di pertinenza dei soci, fatta salva la circostanza che alle “*azioni privilegiate nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società*” fosse attribuito il diritto di voto

⁷ SAGLIOCCA M., *Il definitivo tramonto del principio un’azione un voto: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in Riv. Not. 2014, p. 922.

⁸ ASSONIME, *Circolare n.10 del 7 aprile 2015, “Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato”*, p. 5. Inoltre, LOPREIATO P. in, *L’abolizione del principio un’azione un voto. Analisi comparata di una rivoluzione copernicana*, 22 luglio 2015, disponibile su www.filodiritto.com, fa notare come le clamorose novità nel frazionamento del capitale delle società per azioni quotate e nelle strategie di controllo degli asset societari hanno portato gran parte della dottrina a parlare di una “rivoluzione copernicana” del diritto societario italiano. Tale “mini-rivoluzione” ha, difatti, sgretolato l’assetto del nostro ordinamento in passato basato su una rigida correlazione tra il rischio del socio derivante dal suo investimento nel capitale azionario e correlativo potere esplicantesi nel peso del socio nell’assunzione delle decisioni societarie.

⁹ SAGLIOCCA M., *Il definitivo tramonto del principio un’azione un voto: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in Riv. Not. 2014, p. 923.

soltanto nelle deliberazioni dell'assemblea straordinaria (ma con il temperamento che tali azioni privilegiate non potessero eccedere la metà del capitale sociale: art. 2351, comma 2, c.c., ante riforma). Non era, dunque, possibile né escludere del tutto il diritto di voto dei soci ("nessuna azione senza voto"), né emettere azioni a voto plurimo ("un'azione, un voto soltanto")¹⁰.

Un primo vulnus a questo assetto normativo fu rappresentato, ma solo per le società quotate, dall'introduzione nel 1974 delle azioni di risparmio totalmente prive del diritto di voto tramite l'art. 14 D.lg. 8 aprile 1974, n. 95.

In seguito, è stata la riforma organica delle società di capitali a determinare una sostanziale attenuazione del principio "*one share, one vote*" nell'ottica della globalizzazione dei mercati e di una sempre più forte concorrenza tra ordinamenti che spingeva ad improntare il sistema normativo nel senso di un più ampio riconoscimento dell'autonomia statutaria¹¹.

In particolare, dopo la riforma del 2003, fermo restando il divieto di emissione di azioni a voto plurimo (art. 2351, comma quarto c.c. post riforma) e il divieto di emettere azioni a voto "non pieno" in misura superiore alla metà del capitale sociale (art. 2351, comma secondo post riforma), il legislatore ha modificato la regola "nessun voto senza azioni", consentendo di riconoscere il diritto di voto anche ai soggetti titolari di strumenti finanziari diversi dalle azioni, seppur solo su specifici argomenti quali la nomina di un amministratore indipendente, di un sindaco o di un membro del consiglio di sorveglianza ai sensi degli artt. 2346, 2349 e 2351 c.c.

La riforma ha, poi, comportato una deroga al principio nessuna azione senza voto, avendo esteso a tutte le società per azioni, ai sensi dell'art. 2351 c.c., la facoltà di emettere azioni senza diritto di voto ed eventualmente anche senza privilegi di natura patrimoniale; ha esteso la competenza dell'autonomia statutaria sulla limitazione del diritto di voto, consentendo, ad esempio, l'emissione di azioni a voto limitato a

¹⁰ BUSANI A., SAGLIOCCA M., *Le azioni non si contano ma si "pesano": superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, *Le Società* 10/2014, p.1049.

¹¹ In tal senso, l'art.4, comma 6, della Legge Delega della riforma del diritto societario (legge n.366 del 3 ottobre 2001) aveva indicato come uno dei principali obiettivi relativi alla disciplina delle azioni quello di prevedere "*la possibilità, i limiti e le condizioni di emissione di strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi*". L'obiettivo così delineato ha comportato un netto sgretolamento del principio di stretta proporzionalità tra il numero delle azioni possedute e il numero di voti attribuiti al possessore all'interno delle società per azioni.

particolari argomenti o subordinato al verificarsi di condizioni non meramente potestative (art. 2351 secondo comma c.c.); ha concesso la possibilità di emettere azioni correlate ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore (art. 2350 c.c.) e di dar vita a 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, lasciando alla società, nei limiti imposti dalla legge, la libera determinazione del contenuto delle azioni delle varie categorie (art. 2348, secondo comma c.c.); ha previsto, per le sole società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, la possibilità di inserire nello statuto un sistema di voto scalare o di tetti massimi al diritto di voto in relazione al numero delle azioni possedute da uno stesso soggetto¹².

Nel quadro normativo emergente dalla riforma del 2003 il diritto di voto poteva essere limitato, subordinato a particolari condizioni e finanche totalmente soppresso ma non poteva mai essere incrementato: la regola "un'azione, un voto" poteva essere derogata in minus, ma non consentiva alterazioni in maius¹³.

La libertà di conformare la struttura finanziaria della società per azioni, in altri termini, era particolarmente ampia ma si arrestava allorché il voto non era sostenuto da un rischio corrispondente¹⁴ e, in tal senso, il divieto di emissione di azioni a voto multiplo dimostrava diffidenza e resistenza normativa al fenomeno del potere senza rischio, così da essere in chiara controtendenza con le suddette misure di allineamento del sistema con il modello dei Paesi di common law, in cui la separazione tra rischio e potere era considerata da tempo un fenomeno fisiologico corrispondente alla naturale dissociazione tra chi dispone di risorse economiche e chi delle capacità imprenditoriali per massimizzarne il valore.

¹² ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *La deviazione dal principio un'azione un voto e le azioni a voto multiplo*, 5 gennaio 2014, Quaderni giuridici Consob, p. 10.

¹³ BIONE M., *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 673. Dunque, come riportato da BUSANI A., SAGLIOCCA M., *Le azioni non si contano ma si "pesano": superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, *Le Società* 10/2014, p. 1050, alla dottrina che affermava il carattere meramente dispositivo e residuale del principio un'azione, un voto per effetto delle deroghe introdotte dalla riforma, poteva essere contrapposto che, nonostante il significativo rafforzamento dell'autonomia statutaria riguardo alla correlazione tra il potere (di voto) del socio e il suo rischio (nell'investimento del suo capitale), "permaneva nell'ordinamento l'inderogabilità del principio generale per il quale il potere (di voto), pur essendo attribuibile in misura inferiore al rischio (il capitale investito nell'acquisto di azioni), non doveva invece mai essere superiore al rischio".

¹⁴ ABRIANI N., *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in N. Abriani - S. Ambrosini - O. Cagnasso - P. Montalenti, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, t. 1, Padova, 2010, p. 303.

In tale contesto, è evidente come la ragione della mancata previsione della facoltà di emissione di azioni a voto plurimo andasse ricercata nell'intento del legislatore di evitare la concentrazione del controllo societario in capo ad una sparuta minoranza del capitale sociale, laddove la previsione della facoltà di emettere azioni prive del diritto di voto comportava il mantenimento di una certa proporzione tra il potere del socio e il rischio da questi sostenuto¹⁵. Dunque, il rischio che l'ordinamento intendeva evitare era quello di una possibile cristallizzazione del controllo societario in capo ad una minoranza che detenesse una partecipazione inferiore al quarto del capitale sociale, dato che si riteneva che una simile partecipazione richiedesse un investimento così modesto da non poter giustificare l'esercizio del controllo¹⁶. Sulla base di ciò è possibile affermare che, nonostante il rafforzamento dell'autonomia statutaria provocato dalla riforma del diritto societario, rimasero delle regole di sostanziale esclusione del diritto di voto nel caso dell'assenza di compartecipazione al rischio residuale.

Si può rilevare come nell'esperienza applicativa immediatamente successiva alla riforma del 2003 le società non quotate si siano ampiamente avvalse della facoltà concessa dal legislatore di disattivare il nesso tra rischio dell'investimento e potere di voto¹⁷. In particolar modo, la prassi operativa ha dato ampio spazio all'adozione di azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti o al verificarsi di condizioni non meramente potestative.

In quest'ultimo caso, il voto dipende non solo dalla qualità di socio, ma anche dalla messa in votazione di determinati argomenti, oppure dal realizzarsi dell'evento dedotto in condizione. Le azioni a voto condizionato tendono, di regola, a rendere più omogenea

¹⁵ BIONE M., *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in Giur. comm., 2011, I, p.674.

¹⁶ SAGLIOCCA M., *Il definitivo tramonto del principio un'azione un voto: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in Riv. Not. 2014 p.926. L'autore riferisce che, ad esempio, le azioni senza diritto di voto potevano essere emesse in misura pari al cinquanta per cento del capitale sociale e ipotizzando una società con un capitale suddiviso in 100 azioni, se ne otteneva il controllo con 26 azioni (se 50 azioni fossero state prive del voto e le altre 50 fossero state dotate del voto), di conseguenza con appena più di un quarto del capitale sociale. Così, se il sistema tollerava un controllo ottenuto con 26 azioni su 100 emesse (essendo, nell'ipotesi, 50 azioni senza diritto di voto), non veniva invece reputato tollerabile che si potessero emettere anche azioni a voto plurimo, da cui sarebbe derivato che al risultato dell'ottenimento del controllo si sarebbe potuto giungere con un numero di azioni ben inferiore alle predette 26 (ad esempio, ipotizzando che, delle 50 azioni emesse con diritto di voto, 12 azioni avessero avuto il voto triplo, sarebbero bastate – al titolare di quelle 12 azioni – solo altre 2 azioni a voto singolo, per un investimento totale di 14 azioni, per ottenere il controllo della società in questione, e cioè 38 voti su 74 totali).

¹⁷ Ibid,

la compagine sociale e favoriscono l'unità di intenti degli *stakeholders* nell'indirizzo imprenditoriale, poiché svolgono una funzione in parte analoga alle clausole statutarie (come le clausole di gradimento non mero) che limitano la circolazione delle azioni subordinandola alla presenza di requisiti soggettivi o oggettivi predeterminati nello statuto, i quali sono soprattutto finalizzati a riservare la partecipazione all'attività sociale ai soli soggetti allineati rispetto a predefiniti standard¹⁸.

Di grande impatto è stata anche la possibilità di disporre di forme di raccolta di risorse economiche alternative rispetto al capitale azionario, prevedendosi l'emissione di strumenti finanziari dotati del diritto di voto diversi dalle azioni, nonché di modellare il contenuto della partecipazione azionaria tramite l'emissione di azioni di categorie diverse da quella ordinaria purché dotate di diritti patrimoniali o amministrativi anche in riferimento all'incidenza delle perdite. È stata, in tal senso, introdotta la facoltà di prevedere un tetto massimo di azioni al di sopra del quale ulteriori azioni non attribuiscono diritto di voto, ovvero la facoltà di prevedere uno scaglionamento nell'esercizio del diritto di voto per cui si applica un incremento del diritto di voto in misura meno che proporzionale rispetto al numero di azioni possedute da uno stesso soggetto (10 azioni, 10 voti; 20 azioni, 18 voti; 30 azioni, 24 voti; eccetera)¹⁹.

Per quanto riguarda le società quotate, nel periodo precedente il Decreto Competitività 91/2014, la prassi applicativa degli istituti introdotti dalla riforma del 2003 risultava piuttosto limitata. La spiegazione di ciò va ricercata nel mantenimento del divieto di emissione di azioni a voto plurimo che ha comportato lo sviluppo di strumenti di rafforzamento del controllo alternativi (CEMs) che determinano, comunque, un effetto leva sui diritti di voto (c.d. *disproportional ownership*), ossia una situazione in cui un soggetto è titolare di diritti di voto superiori ai diritti ai flussi di cassa.

In questo contesto, è stato significativo il ricorso a strutture di gruppo cosiddette piramidali e alle partecipazioni incrociate, le quali consentono ad un soggetto di controllare una quota di diritti di voto superiore a quella dei diritti patrimoniali²⁰, ovvero ad azioni senza voto che hanno determinato un disallineamento tra diritti di voto

¹⁸ Ibid,

¹⁹ Cfr. BUSANI A., SAGLIOCCA M., *Le azioni non si contano ma si "pesano": superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, *Le Società* 10/2014, p. 1050.

²⁰ Ibid,

e diritti ai flussi di cassa e hanno permesso all'azionista di maggioranza di controllare di fatto un numero di diritti di voto più che proporzionale rispetto all'investimento effettuato²¹.

D'altra parte, anche l'interesse verso le azioni senza voto o con diritto di voto limitato è venuto scemando nel corso del tempo. Nello specifico, la riduzione del numero di società quotate facenti ricorso ad azioni non assistite dal diritto di voto è stata dovuta ad operazioni di fusione e delisting e, soprattutto, alla conversione di esse in azioni ordinarie. Difatti, l'entrata dell'Italia nell'Unione Europea ha determinato la riduzione dei tassi di interesse con il conseguente aumento del costo di emissione di azioni di risparmio rispetto a strumenti di debito. Inoltre, il TUF e la riforma del diritto societario del 2003, innalzando il quorum per le delibere delle assemblee straordinarie e fissando l'obbligo di OPA totalitaria al superamento della quota del 30 per cento del capitale con diritto di voto, hanno ridotto i rischi connessi alla conversione delle azioni di risparmio, incentivando tali operazioni²².

1.2 Il voto plurimo

1.2.1 L'introduzione del voto plurimo nelle società "chiuse"

Un decisivo passo verso l'ampliamento dell'autonomia statutaria e il conseguente superamento del principio di proporzionalità tra rischio e potere, è stata la previsione di un voto sovra proporzionale attribuibile agli azionisti delle società "chiuse".

Nello specifico, il decreto legge 91/2014 ha modificato l'art. 2351 c.c. prevedendo la facoltà di emissione di azioni a voto plurimo da parte delle società "chiuse" e ha introdotto nel TUF il nuovo art. 127-*sexies*, consentendo a determinate condizioni il mantenimento del voto plurimo post quotazione.

L'attuale assetto normativo appare un ritorno alle origini rappresentabile nella forma della spirale hegeliana, ossia all'ampia autonomia statutaria riconosciuta sul punto dal

²¹ SAGLIOCCA M., *Il definitivo tramonto del principio un'azione un voto: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in Riv. Not. 2014 p.932.

²² ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCIANO N. , *La deviazione dal principio un'azione un voto e le azioni a voto multiplo*, 5 gennaio 2014, Quaderni giuridici Consob, p. 12.

Codice Napoleonico: l'ordinamento è passato da un sistema, come quello definito dal Codice di commercio del 1882 che prevedeva la facoltà statutaria di emissione di azioni a voto plurimo, alla totale antitesi di esso con l'introduzione del Codice Civile del 1942, per poi ritornare gradualmente sui propri passi.

In particolar modo, l'art. 2351 c.c. sancisce ad oggi che: *"Salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Ciascuna azione a voto plurimo può avere fino a un massimo di tre voti"*.

D'altra parte, in riferimento alle società quotate, l'art. 127-*sexies*, TUF, disciplina le azioni a voto plurimo, applicando sul punto una serie di principi: gli statuti delle società quotate non possono prevedere l'emissione di azioni a voto plurimo; le azioni a voto plurimo emesse anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato mantengono le loro caratteristiche e diritti, sebbene, in tale ipotesi, sia fatto divieto alla società quotata di prevedere ulteriori maggiorazioni del diritto di voto a favore di singole categorie di azioni e ai sensi dell'articolo 127-*quinquies* TUF; la società quotata con azioni a voto plurimo può emettere nuove azioni a voto plurimo per mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni in caso di aumento di capitale, fusione e scissione. Infine, l'articolo 212 delle disposizioni per l'attuazione del codice civile stabilisce maggioranze speciali rafforzate per le delibere societarie volte a creare categorie di azioni a voto plurimo nelle società iscritte nel Registro delle imprese prima del 31 agosto 2014.

Considerando la facoltà di prevedere voto plurimo nelle società chiuse a norma dell'art. 2351 c.c., è da notare come lo scopo della previsione sia quello di incentivare la quotazione di queste società sulla base dell'assunto che, soprattutto in un sistema come quello italiano caratterizzato da un ruolo preponderante delle famiglie nell'esercizio del controllo societario²³, la possibilità di emettere azioni a voto plurimo consentirebbe dopo la quotazione di agevolare il mantenimento del controllo sul capitale della società,

²³ SAGLIOCCA M., *Il definitivo tramonto del principio un'azione un voto: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in Riv. Not. 2014, p.936, il quale fornisce l'esempio del socio che interna cedendo, in parti uguali, ai propri figli la propria partecipazione di maggioranza in una società, ben sapendo che solo uno o alcuni di essi si occuperanno concretamente della gestione della stessa. In tale ipotesi, il socio potrebbe avvalersi della possibilità offerta dal voto plurimo, attribuendo le azioni con maggiori diritti di voto ai figli che si occuperanno della gestione della società.

limitando, così, il rischio di scalate ostili. Ciò è confermato dalla circostanza che, a norma dell'art. 127-*sexies*, TUF, l'avvenuta quotazione non incide sulle azioni di categoria eventualmente già emesse²⁴. Dunque, l'istituto del voto plurimo sembra garantire un adeguato livello di flessibilità nella regolazione dell'assetto di interessi societari, comportando continuità di impresa e attraendo investimenti da parte dei soci finanziatori²⁵.

Tuttavia, sul piano dell'efficienza allocativa, il rischio connesso all'introduzione di tale istituto è la sclerotizzazione degli assetti proprietari concentrati e l'ulteriore infeudamento del capitalismo familiare.

In primo luogo, l'incremento dei benefici privati del controllo determina una minore appetibilità dell'investimento per gli investitori istituzionali. In secondo luogo, rispetto al mercato del controllo societario, tali azioni fanno diminuire il numero di società contendibili tramite offerte di acquisto ostili, in quanto in molti casi finiscono per trasformare un controllo di fatto in un controllo di diritto degli incumbents²⁶. Ciò rende necessaria la loro adesione a qualunque proposta di acquisto del controllo anche in situazioni in cui in assenza dell'incremento dei voti non sarebbe stato necessario²⁷.

²⁴ MASSELLA DUCCI TERI B., *Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, RDC 2014, p.468

²⁵ Cfr. SAGLIOCCA M., *Il definitivo tramonto del principio un'azione un voto: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in Riv. Not. 2014, p. 935, il quale fornisce l'esempio del socio fondatore/imprenditore che faccia investire nel capitale della società, quale socio di maggioranza, un fondo di private equity ma che voglia conservare la conduzione dell'impresa. In tale prospettiva, al socio fondatore potrebbero essere attribuite azioni a voto multiplo, essendo il fondo interessato al solo ritorno economico dell'investimento.

²⁶ LAMANDINI M., *voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche d'acquisto*, Centro internazionale su diritto società ed economia, 20 settembre 2014

²⁷ Nonostante questo, dati i declamati vantaggi dell'impedimento di scalate e della continuità d'indirizzo imprenditoriale, risulta di rilievo riportare come già la Banca Commerciale italiana, nella parole del suo consigliere delegato Joseph Toeplitz, esprimesse un totale assenso rispetto alla creazione della categoria di azioni a voto plurimo durante la seduta del Consiglio di Amministrazione del 2 luglio 1924: "...Non è vero che l'eccesso di ottimismo della borsa in questi ultimi tempi sia stato voluto dalla nostra Banca, la quale ha approfittato della tendenza favorevole per alleggerire il proprio portafoglio. Sta invece che le grandi fortune particolari createsi negli ultimi tempi si sono accaparrate in parte il dominio di mercato. Abbiamo procurato di controbattere tale azione col cercare di ottenere la creazione di titoli a voto plurimo -come è ammesso per società di nuova costituzione- anche per quelle preesistenti i cui statuti non li contemplano, ma purtroppo i recenti turbamenti della vita pubblica obbligano ad una politica di attesa, mentre è indubbio il vantaggio che il provvedimento auspicato comporterebbe nell'impedire accaparramenti e scalate col regolare il mercato e coll'assicurare l continuità dell'indirizzo delle grandi aziende industriali"²⁷.

Ad ogni modo, gli indubbi vantaggi apportati dal meccanismo del voto plurimo si scontrano con la necessità di garantire il rispetto del principio di uguaglianza, di maggioranza e di proporzionalità tra potere, rischio e responsabilità.

A tal proposito, non si può non rilevare come le limitazioni quantitative al voto plurimo (massimo 3 voti per ogni azione) debbano essere lette in congiunzione con quelle di cui all'art. 2351, comma 2, c.c., per cui : *“Salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Il valore di tali azioni non può complessivamente superare la metà del capitale sociale”*. Tali previsioni normative hanno la comune finalità di dosare con prudenza il vantaggio che la sottoscrizione delle azioni a voto plurimo conferisce al socio (normalmente di controllo) che le sottoscrive²⁸.

Dunque, a seguito della riforma, non può trovare spazio qualunque forma di limitazione al principio di proporzionalità tra rischio e potere, dato che la massima estrinsecazione del voto plurimo potrà consentire la cristallizzazione del controllo con il possesso di una

L'obiettivo della Banca Commerciale risultava non solo l'autotutela da modificazioni non gradite del proprio assetto di controllo, ma anche la difesa dell'influenza dell'istituto milanese su importanti imprese finanziate e partecipate. Ed è proprio la sostanziale richiesta da parte delle banche dell'introduzione del voto plurimo e di meccanismi di voto potenziato che fu utilizzata da parte della dottrina economica come elemento di critica degli istituti di potenziamento del voto e in tal senso, l'economista liberale Attilio Cabiati sosteneva come : *“In fondo , la riforma delle azioni a voto plurimo oggi è voluta soprattutto dalle banche le quali hanno stretto troppo ingenti rapporti con le industrie belliche, ne hanno in mano la maggioranza delle azioni per controllarle e tutelare i propri interessi e vorrebbero raggiungere lo stesso scopo con un minore immobilizzo. Ma questa ragione contingente mi fa essere ancora più contrario alla riforma: perché questo prepotere della banca pare sin d'oggi troppo pericoloso, per l'opposizione di interessi che spesso si viene così a manifestare fra un organismo produttivo ed uno eminentemente speculativo”*. Ad ogni modo la banca commerciale favorì la creazione di azioni a voto plurimo poi apportate a sindacati voto di blocco e di controllo di importanti società come Ilva, Mira-Lanza, La Soie de Chatillon, Sindacato Costruzioni Appalti Marittimi, Monte Amiata, Arsa, Florio, Compagnia commerciale italiana per l'Egeo

²⁸ Cit. SPOLIDORO M. S., *Il voto plurimo: i sistemi europei, XXVIII Convegno di studio su Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati*, Fondazione centro Internazionale su diritto, società, economia, 20 settembre 2014, p.14, il quale rileva anche che *“la possibile coesistenza di azioni a voto plurimo con azioni dello stesso emittente senza diritto di voto o a voto limitato e condizionato sembra tuttavia introdurre un certo squilibrio all'interno del sistema: limiti pensati per circoscrivere il possibile incremento del potere dell'azionista di controllo possono essere scardinati o scardinabili”*, tuttavia aggiungendo che *“l'emissione di azioni a voto plurimo non incontra alcun divieto ... o alcun limite nella precedente immissione in circolazione di azioni prive di diritto di voto o a voto limitato o condizionato; né pare i possa desumere tale limite dal divieto di elusione della legge , poiché è la stessa legge che pone limiti diversi nelle differenti fattispecie, senza preoccuparsi di un efficiente coordinamento”*.

partecipazione del 12,5% + 1 azione, ossia nel caso in cui in presenza di una società con capitale rappresentato per metà da azioni prive del diritto di voto, vengano emesse azioni a voto triplo. Tale meccanismo consente il dimezzamento della percentuale ipoteticamente necessaria ad esercitare il controllo di diritto prima della riforma (25% + 1 azione)²⁹.

Da quest'ultima ipotesi si può trarre un esempio empirico del funzionamento della moltiplicazione dell'effetto leva che rappresenta uno degli obiettivi principali del nuovo istituto. Il legislatore non ha posto limiti all'utilizzo congiunto della tecnica del voto plurimo e della compressione del diritto di voto nella forma del frazionamento, sicché il capitale può essere suddiviso in azioni a voto plurimo e in azioni a voto depotenziato, consentendo alle prime una forza di voto superiore al triplo previsto dalla legge³⁰.

Passando all'analisi del dettato normativo del nuovo disposto di cui all'art. 2351, comma 4, c.c., è necessario subito evidenziare come il voto plurimo si riferisce ad una classe di azioni che costituiscono una categoria e che ciò rappresenta la principale differenza rispetto al corrispondente istituto delle azioni a voto maggiorato nelle società quotate per cui è lo stesso art. 127-*quinquies*, comma 5, TUF, a sancire che non costituiscono una categoria speciale di azioni.

La prima conseguenza è che il voto plurimo, riferendosi ad una classe di azioni, deve applicarsi a un gruppo di azioni fungibili e dal contenuto omogeneo, anche se difformi da quelle ordinarie, non potendosi interessare mai una singola azione ma sempre una pluralità.

La formazione di una categoria determina, poi, l'applicazione dell'art. 2376 c.c., per cui le deliberazioni dell'assemblea che pregiudicano i diritti dei possessori di azioni a voto plurimo dovranno essere approvate dall'assemblea speciale di categoria, cosicché tale

²⁹ ABRIANI N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, Giuffè 2015, p. 12. L'autore riporta che l'effetto leva può esplicare il suo effetto di cristallizzazione del controllo societario anche in assenza di un limitazione del diritto di voto, situazione che potrebbe presentarsi più di frequente nella prassi, in presenza di un divisione del capitale solo tra azioni ordinarie e a voto plurimo. In tale ipotesi, la percentuale di capitale necessaria ad attribuire il controllo di diritto o di fatto a favore dei partecipanti titolari di azioni a voto triplo potrà corrispondere al 25% + 1 azione

³⁰ *Ibid*, p. 11.

regola comporta la necessità di interpellare l'assemblea speciale di categoria anche nel caso della conversione delle azioni a voto plurimo in azioni ordinarie³¹.

Dal punto di vista, poi, del contenuto, l'azione a voto plurimo può attribuire un diritto di voto superiore all'unità fino ad un massimo di 3. Si è, dunque, posta la problematica se l'azione possa attribuire un diritto di voto esprimibile in forma decimale (ad esempio un'azione corrispondente a 1,5 o 2,5 voti).

Sul punto la dottrina si è divisa, poiché una parte di essa esclude l'ammissibilità del decimale di voto, facendo leva sul dato letterale della norma di cui all'art. 2351 comma 4, c.c., la quale non fa espresso riferimento alla forma decimale, ma sembrerebbe ricondurre il voto alla forma di un numero intero³².

D'altra parte, la dottrina che ammette il voto decimale interpreta il disposto nel senso che esso provvede a fissare un tetto massimo ai voti attribuibili per ogni azione senza affrontare specificamente il tema. Tale impostazione va accolta sulla base del rilievo che il problema consiste nell'ammissibilità di un frazionamento del diritto connesso all'azione. Non si può, infatti, assumere che in assenza di regole imperative che vietino espressamente il frazionamento del diritto di voto, debba seguire una compressione della libertà dell'autonomia statutaria di modellare il contenuto del diritto. In mancanza di un nucleo di diritti ontologicamente predeterminato, il problema si sposta dal lato teorico a quello operativo, poiché sarà necessario che il socio detenga una partecipazione la quale attribuisca voti in forma decimale la cui somma sia uguale all'unità se non vuole perdere parte dei propri diritti³³.

³¹ ASSONIME, *circolare n.10 del 7 aprile 2015, le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, p. 14. Nel documento viene fatto notare che in aggiunta, con riferimento alle società quotate, il quarto comma dell'art. 127-*sexies* recita: "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", indicazione che pare presupporre che le delibere lesive degli interessi di categoria delle azioni a voto plurimo debbano essere approvate dall'assemblea speciale di categoria"

³² BUSANI A., SAGLIOCCA M., *Le azioni non si contano ma si "pesano": superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, *Le Società* 10/2014, p.1053, nota 16. Gli autori assumono che "Non sembrano quindi ammissibili i "decimali" di voto, non resta che l'alternativa di attribuire alle azioni a voto plurimo o due o tre voti. Peraltro, non sembra da escludere l'eventualità che alla medesima azione possa essere attribuito un voto doppio in certe circostanze e un voto triplo in altre circostanze; e, pure, un voto singolo in altre circostanze ancora".

³³ Cfr. ASSONIME, *circolare n.10 del 7 aprile 2015*, p.16.

Proseguendo l'analisi del dettato normativo dell'articolo 2351, comma 4, c.c., è necessario considerare la possibilità di sottoporre le azioni a voto plurimo a condizione.

In primo luogo, per condizione va inteso quel fatto o atto, futuro o incerto, chiaramente indicato nello statuto, al cui verificarsi è subordinato l'esercizio del voto plurimo con il solo divieto previsto dalla norma di porre condizioni meramente potestative, ossia evenienze rimesse al mero arbitrio di alcuno³⁴.

Inoltre, secondo l'orientamento prevalente³⁵, dato che il legislatore non si pronuncia sul punto, la competenza di verificare l'avveramento della condizione deve essere rimessa al presidente dell'assemblea ai sensi dell'art. 2371 c.c.. Questo perché, in mancanza di un previsione statutaria che regoli la questione, può essere ricondotto al presidente dell'assemblea il potere di verifica delle legittimazioni primarie tra cui rientra l'avveramento della condizione risolutiva³⁶.

In relazione al procedimento di emissione di azioni a voto plurimo, occorre notare come non sollevi problematiche particolari l'emissione di azioni a voto plurimo in sede di costituzione della società, in quanto tutti gli azionisti esprimono ab origine il proprio

³⁴ ASSONIME, *circolare n.10 del 7 aprile 2015*. Si ritiene, oltretutto, ammissibile la sottoposizione delle azioni a voto plurimo a condizione risolutiva data l'assenza di ostacoli normativi in tal senso. La dottrina è giunta a questa conclusione estendendo per analogia lo stesso tipo di ragionamento effettuato in riferimento alle categorie di azioni a voto pieno ma risolutivamente condizionato al verificarsi di una certa condizione. Tra le condizioni risolutive potrebbe essere contemplato, ad esempio, il trasferimento del titolo legato al voto plurimo, la mancata distribuzione di utili per un certo numero di esercizi consecutivi, il raggiungimento di un certo numero di soci o di un certo livello di perdite. Lo statuto potrebbe introdurre anche una condizione risolutiva particolare, consistente nel legare il voto plurimo al mantenimento di un certo rapporto di lavoro con la società o alla conservazione delle azioni per un certo periodo di tempo consecutivo.

Per quanto riguarda, poi, la possibilità di limitare il voto plurimo a particolari argomenti, contemplata anch'essa dall'art.2351 c.c., è possibile in sostanza ridurre essa ad una condizione per l'esercizio del diritto, con conseguente estensione delle considerazioni fatte in relazione al voto plurimo sottoposto a condizione. Importante è sottolineare come il concetto di argomento vada inteso tanto come tipologia di assemblea, tanto come una certa materia, lasciandosi ampio spazio all'autonomia statutaria fino alla previsione di un voto plurimo differenziato nella sua portata a seconda degli argomenti trattati (ad esempio, alcune azioni potranno attribuire un voto doppio sulla nomina degli amministratori mentre quelle di una categoria diversa un voto triplo sulla nomina dei sindaci).

³⁵ ANGELLIS A., VITALI M., *sub articolo 2351*, in Commentario Marchetti alla riforma delle società, Milano, 2008, p. 424.

³⁶ ABRIANI N., *Partecipazione azionaria, categorie, strumenti finanziari partecipativi*, in Cottino (diretto da), Trattato di diritto commerciale, ABRIANI-CAGNASSO-MONTALENTI (a cura di) Le società per azioni, Padova, 2010, vol. IV, t. I, p.298, secondo cui "in assenza di una previsione statutaria, a tale compito saranno chiamati i consiglieri di amministrazione, nonché sulla base delle informazioni da questo ricevute, il presidente dell'assemblea, in sede di accertamento della legittimazione dei presenti e dei risultati della votazione".

consenso. Né potrebbe sollevare questioni specifiche l'inserimento in sede di costituzione della società emittente di una clausola che deleghi all'organo amministrativo la decisione dell'emissione di azioni a voto plurimo per l'attuazione di un aumento di capitale in un momento successivo rispetto alla costituzione della società, salvo il fatto che la delega definisca nel dettaglio la futura emissione di azioni a voto plurimo. In tal caso non dovrebbe essere riconosciuto alcun diritto di recesso ai soci che esprimano il proprio dissenso in forma extra-assembleare, dato che il consenso degli stessi all'aumento di capitale con emissione di azioni a voto plurimo risulta già essere stato espresso in sede di sottoscrizione dello statuto³⁷.

Maggiori problematiche applicative comporta, invece, la fissazione di una clausola statutaria che configuri una categoria speciale di azioni dotate di voto plurimo che sia inserita in un momento successivo rispetto alla costituzione della società. In questa ipotesi, il legislatore ha previsto quorum deliberativi differenziati a seconda che si tratti di una società iscritta nel Registro delle imprese alla data del 31 agosto 2014 oppure di società iscritte successivamente. Mentre per quest'ultime vale il regime ordinario, per le prime è stabilito che la società debba assumere le deliberazioni di modifica dello statuto³⁸ con le maggioranze prescritte per l'assemblea straordinaria dagli artt. 2368, 2369, c.c., ossia con il voto favorevole di almeno due terzi del capitale rappresentato in assemblea anche in prima convocazione. Il punto merita di essere considerato per una possibile difficoltà nell'applicazione concreta, dato che manca una disposizione analoga a quella dell'art. 127-*quinquies*, comma 8, TUF³⁹, la quale stabilisca se ai fini del

³⁷ Cfr. BUSANI A., SAGLIOCCA M., *Le azioni non si contano ma si "pesano": superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, *Le Società* 10/2014, p.1054.

³⁸ Al riguardo della deliberazione di aumento del capitale (da eseguirsi con l'emissione, in tutto o in parte, di azioni con voto plurimo) assunta contestualmente all'introduzione nello statuto della clausola che consente le azioni a voto plurimo, occorre ricordare che, nonostante l'inefficacia di quest'ultima sino al momento dell'iscrizione nel Registro delle imprese ai sensi dell'art. 2436 comma 5 c.c., è pur sempre possibile adottare prima di detta sua iscrizione deliberazioni ad essa conseguenti; in tal caso, la conseguente deliberazione di aumento del capitale si considera a sua volta sottoposta "alla medesima condizione di efficacia dell'atto da cui trae legittimazione": Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima n. H.F.2 (*eseguibilità delle delibere non iscritte*- 1° pubbl. 9/04). Nel medesimo senso, Consiglio Notarile di Milano, Massima n.19-10 marzo 2014, *Efficacia dell'iscrizione nel registro delle imprese delle modificazioni statutarie*.

³⁹ L'art. 127-*quinquies*, comma 8, TUF, nello specifico recita: "*Se lo statuto non stabilisce diversamente, la maggiorazione del diritto di voto si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale. La maggiorazione non ha effetto sui diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale*".

calcolo dei quorum assembleari si debbano considerare o meno le azioni a voto plurimo. Questo perché, gli artt. 2368, 2369 c.c. si riferiscono a percentuali di capitale sociale e non al numero di voti. Sebbene la relazione illustrativa al Decreto Competitività e alla riforma del 2003 non tengano conto della questione, sembrerebbe necessario dare una risposta di segno positivo per cui del calcolo del voto plurimo si dovrà tenere conto ai fini del computo dei quorum assembleari⁴⁰. Infatti, da un lato l'art. 2358 comma 1, c.c., prevede che ai fini del calcolo del quorum costitutivo debbano essere considerate non solo le azioni aventi diritto di voto ma anche quelle per cui il voto non possa essere espresso per ragioni contingenti, con la sola esclusione delle azioni programmaticamente senza diritto di voto, dall'altro analogo regola è prevista per le società cooperative dall'art. 2358 comma 5 c.c.. E', dunque, necessario non sostenere la natura eccezionale della regola espressa dall'art. 127-*quinquies* TUF, bensì il fatto che essa sia espressione di un principio generale per cui il quorum costitutivo debba calcolarsi sulla base del numero di voti che in astratto possano essere espressi in riferimento ad una certa deliberazione. Tale conclusione di natura induttiva, derivante dal lettura combinata di diverse disposizioni normative, richiederebbe, comunque, un intervento di chiarificazione da parte del legislatore⁴¹.

Sempre in riferimento al calcolo del quorum, si pone, poi, in evidenza una differente espressione lessicale utilizzata nella formulazione delle norme. Difatti, nel caso di società chiuse già iscritte nel registro delle imprese alla data del 31 agosto 2014, l'assemblea straordinaria che deve deliberare la modifica dello statuto per l'emissione di azioni a voto plurimo richiede in prima convocazione un quorum deliberativo dei due terzi del capitale rappresentato in assemblea, laddove la disciplina ordinaria avrebbe richiesto il voto favorevole di più della metà del capitale sociale. Rispetto a ciò, non può essere trascurato come lo scopo della disposizione speciale sia il rafforzamento della tutela dei soci rispetto al regime ordinario.

La conclusione cui si dovrà giungere per rispettare la finalità della norma è quella consistente in un cumulo dei quorum⁴², per cui l'assemblea straordinaria deve deliberare

⁴⁰ MASSELLA DUCCI TERI B., *Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, RDC 2014, p. 471.

⁴¹ Ibid,

⁴² La dottrina (ABBADESSA P., *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a M. Libertini*, Milano 2015, p.6) sottolinea che: "Rapportando la percentuale necessaria per l'approvazione della delibera al capitale rappresentato in assemblea, l'incremento dei voti necessario

in prima convocazione con il voto favorevole di almeno due terzi del capitale presente in assemblea che rappresenti complessivamente anche più della metà del capitale sociale⁴³.

Ancora, rispetto alle delibere di modifica dello statuto volte ad introdurre il voto plurimo in un momento successivo alla costituzione della società non si riscontra una concordanza di opinioni in dottrina circa il riconoscimento o meno di un diritto di recesso a favore di quei soci che non abbiano concorso alla deliberazione. Secondo l'art. 2437, primo comma, lett. g), c.c., i soci che non hanno concorso alle delibere riguardanti le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto hanno diritto di recesso dalla società, per tutte o parte delle loro azioni. Tale formulazione del disposto non è chiara a tal punto da consentire la sicura inclusione del voto plurimo nel suo ambito di applicazione⁴⁴.

Secondo l'impostazione prevalente, si dovrebbe comunque concludere nel senso dell'esclusione del diritto di recesso sulla motivazione che la disposizione del codice civile riguarda non tanto l'attribuzione, quanto la disciplina generale dell'esercizio dei diritti di voto in quanto tale e non del modo in cui esso è ripartito tra gli azionisti⁴⁵.

In relazione a tale tematica, altro punto senz'altro interessante è determinare se l'emissione di azioni a voto plurimo possa essere effettuata escludendo o limitando il diritto d'opzione a favore degli attuali soci a seguito dell'introduzione nello statuto della facoltà di aumentare il capitale sociale con emissione di azioni a voto plurimo. In ciò,

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, laddove, nel caso in cui l'affluenza sia più bassa, l'effetto sarà quello non dell'aumento, ma della riduzione dei consensi necessari".

⁴³ Cfr. ASSONIME circolare n.10 del 7 aprile 2015, p.23.

⁴⁴ Per il vero, a livello dottrinario l'art. 2437, c.c. è sottoposto ad un'interpretazione restrittiva ed una estensiva. Secondo la prima, esso farebbe esclusivo riferimento a quelle modificazioni dello statuto che incidono direttamente sui diritti dei soci come, ad esempio, l'introduzione di limiti quantitativi all'esercizio del diritto di voto o le delibere che riducono le azioni ordinarie in azioni a voto limitato. In questo senso CALANDRA BUONAURA V., *il recesso del socio di società di capitali*, in Giur. Comm. 2005, I, p.295; CHIAPPETTA F., *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in Riv. Soc. 2005, p.495. Per quanto riguarda l'interpretazione estensiva, taluni autori ritengono invece che la portata dell'art. 2437, primo comma, lett. g) sia sufficientemente flessibile da ricomprendere anche le modificazioni che incidono solo indirettamente sul diritto di voto, così da legittimarsi il diritto di recesso nel caso dell'emissione di azioni a voto plurimo. In quest'ultimo senso PACIELLO V.A., *Articolo 2437*, in Società di capitali-Commentario Niccolini Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, p.114, e A. DACCÒ, *il recesso nelle s.p.a.*, in Cagnasso O. Panzani L., "Le nuove spa", Bologna 2011, p. 1414.

⁴⁵ ASSONIME circolare n.10 del 7 aprile 2015, p.28.

appare risolutiva la norma di cui all'art. 2441, comma 5, c.c., per cui, laddove le ragioni dell'esclusione o limitazione riportate nella relazione degli amministratori appaiano meritevoli, nulla osta ad una soluzione positiva della questione⁴⁶.

Oltre che per aumento di capitale, le azioni a voto plurimo possono essere costituite per conversione di tutte o parte delle azioni ordinarie preesistenti, il che richiede un procedimento assembleare di modifica dello statuto. In questa ipotesi, bisogna notare come non sussistano problemi per la conversione quando è votata per consenso unanime di tutti i soci, mentre, nel caso di voto a maggioranza, secondo taluni, il procedimento sarebbe suscettibile di violare il principio della parità di trattamento dei soci poiché i soci di maggioranza potrebbero a propria discrezione votare una conversione delle sole proprie azioni ordinarie in azioni a voto plurimo, circostanza che ne rafforzerebbe oltremisura il potere di controllo societario⁴⁷. Così, sembra non essere un errore qualificare quest'azione come un grave abuso della maggioranza, a tal punto da integrare un'ipotesi di illegittimità della delibera che venisse così assunta.

In ultimo, è essenziale valutare se il meccanismo del voto plurimo così come previsto nell'ordinamento italiano possa pregiudicare la posizione dei soci di minoranza.

Innanzitutto, a quest'ultimi sono riconosciuti una serie di diritti (ad esempio il diritto di chiedere la convocazione dell'assemblea ex art. 2367, comma 1 c.c., il diritto di ottenere il rinvio dell'assemblea ex art. 2374 c.c., il diritto di intraprendere l'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori, ex art. 2393 bis, il diritto di denuncia al tribunale ex art. 2409 c.c.), i quali nel silenzio della legge non risulterebbero intaccati nella loro esplicazione dalla previsione di azioni a voto plurimo, poiché legati al possesso di una percentuale di capitale sociale e non di voti⁴⁸.

Un'autorevole dottrina⁴⁹ non ha mancato di sottolineare la necessità di inserire talune misure volte a tutelare maggiormente i soci di minoranza, i quali rischiano di subire pregiudizio dal voto plurimo così come attualmente disciplinato. Il legislatore potrebbe, in tal senso, introdurre un limite all'utilizzo del voto plurimo in tutte o talune materie

⁴⁶ Cfr. BUSANI A., SAGLIOCCA M., *Le azioni non si contano ma si "pesano": superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, *Le Società* 10/2014, p. 1056.

⁴⁷ *Ibid*,

⁴⁸ SAGLIOCCA M., *Il definitivo tramonto del principio un'azione un voto: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Riv. Not.* 2014, p. 940.

⁴⁹ ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *La deviazione dal principio un'azione un voto e le azioni a voto multiplo*, 5 gennaio 2014, *Quaderni giuridici Consob*, p.62.

per le quali la legge richieda maggioranze qualificate⁵⁰; prevedere la conversione automatica delle azioni a voto plurimo in ordinarie al venir meno delle condizioni che ne hanno giustificato l'emissione⁵¹; sancire un limite all'utilizzo dell'istituto in rapporto al capitale sociale; introdurre un sistema di whitewash⁵² che subordini l'approvazione della delibera di aumento del capitale sociale con emissione di azioni a voto plurimo alla condizione che non sia espresso il voto contrario da parte di una data quota del capitale sociale; ancora, rimettere all'assemblea la competenza ad emettere il voto plurimo tramite un aumento del capitale sociale, senza possibilità di delega della decisione nei confronti dell'organo amministrativo⁵³.

Di conseguenza, i correttivi indicati potrebbero fornire una soluzione alle ricadute negative sul piano dell'efficienza e dell'equità distributiva, tema questo al centro del dibattito di politica economica⁵⁴.

Come evidenziato nella ricostruzione delle problematiche relative all'assetto normativo su cui si basa il voto plurimo nel sistema giuridico italiano, l'istituto in questione, se non debitamente regolato, può essere identificato tra quelli che, secondo Marx, favoriscono "l'accumulazione infinita del capitale" o come scrive Thomas Piketty "costituiscono forze della divergenza", ossia della polarizzazione nella distribuzione della ricchezza. Difatti, il principale rischio connesso al voto plurimo è il trasferimento di diritti dalle minoranze alle maggioranze, determinandosi un'accumulazione del capitale entro una ristretta classe imprenditoriale⁵⁵.

⁵⁰ Ad esempio, per la nomina di un amministratore di minoranza, per l'azione di responsabilità contro gli amministratori, o per ipotesi simili si potrebbe prevedere che i quorum per l'esercizio di alcuni diritti siano computati solo sul totale dei voti delle azioni ordinarie.

⁵¹ Tra queste condizioni potrebbero identificarsi: la morte del socio fondatore, la cessione del pacchetto di controllo, il decorrere di un certo lasso di tempo (ad esempio la società Groupon ha fissato in 5 anni il periodo decorso il quale le azioni a voto multiplo attribuite ai soci fondatori si convertiranno in azioni ordinarie), ovvero il mancato raggiungimento di determinati obiettivi di performance aziendale.

⁵² Cfr. BUSANI A., SAGLIOCCA M., *Le azioni non si contano ma si "pesano": superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, *Le Società* 10/2014, p.1057.

⁵³ *Ibid*,

⁵⁴ LAMANDINI M., *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche d'acquisto*, XXVIII Convegno di studio, Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati, Courmayeur, 2014, p. 10.

⁵⁵ *Ibid*,

1.2.2 Il mantenimento del voto plurimo a seguito della quotazione ai sensi dell'art. 127-sexies, TUF

Come accennato nel precedente paragrafo, il Decreto Competitività 91/2014 ha introdotto il nuovo art. 127-sexies TUF per la disciplina del voto plurimo anche riguardo alle società quotate.

La norma si basa sul mantenimento del divieto di emissione di azioni a voto plurimo successivamente alla quotazione, tuttavia riferendo un elemento di innovazione nel comma 2 dell'art. 127-sexies, per cui, se le azioni a voto plurimo vengono emesse prima dell'inizio delle negoziazioni su un mercato regolamentato, esse mantengono le loro caratteristiche e diritti a seguito della quotazione⁵⁶.

Inoltre, nell'ipotesi di ultrattività dell'azioni a voto plurimo anche a seguito della quotazione, ai sensi del comma 3 dell'art. 127-sexies, lo statuto delle società quotate non può prevedere ulteriori maggiorazioni del diritto di voto a favore di singole categorie di azioni e ciò nemmeno facendo ricorso all'art. 127-quinquies, TUF. In ultimo, secondo quanto previsto nel quarto comma, laddove la società non si avvalga della facoltà di emettere nuove azioni a voto plurimo è esclusa in ogni caso la necessità di approvazione delle deliberazioni, secondo quanto previsto dall'articolo 2376 c.c., da parte dell'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria delle azioni a voto plurimo.

La finalità della norma è quella di incentivare le società chiuse a quotarsi sulla base dell'assunto che il fondatore della società sarebbe messo nella condizione di mantenere il controllo societario anche a seguito della quotazione⁵⁷.

La riferita disciplina porta, poi, ad assumere che il legislatore abbia consentito la possibilità di aggirare il divieto di azioni a voto plurimo post-quotazione tutte le volte in

⁵⁶ Nello specifico, così recita l'art. 127-sexies, TUF: *“Le azioni a voto plurimo emesse anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato mantengono le loro caratteristiche e diritti. Se lo statuto non dispone diversamente, al fine di mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni, le società che hanno emesso azioni a voto plurimo ovvero le società risultanti dalla fusione o dalla scissione di tali società possono procedere all'emissione di azioni a voto plurimo con le medesime caratteristiche e diritti di quelle già emesse limitatamente ai casi di: a) aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 del codice civile ovvero mediante nuovi conferimenti senza esclusione o limitazione del diritto d'opzione; b) fusione o scissione*

⁵⁷ Cfr. MASSELLA DUCCI TERI B., *Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, RDC 2014, p.468.

cui sia costituita una società chiusa organizzata “ad arte” mediante la previsione del voto plurimo, per poi utilizzare il meccanismo descritto dall’art. 127-*sexies* al fine di cristallizzare il controllo societario da parte dei soci di maggioranza⁵⁸.

Chiaro è che la permanenza delle azioni a voto plurimo dopo la quotazione rappresenta un indubbio vantaggio per chi ne è titolare per una serie di ragioni. Innanzitutto, a differenza dell’istituto della maggiorazione del diritto di voto che prevede l’attribuzione del beneficio del voto potenziato a condizione di un possesso prolungato delle relative azioni per un periodo di tempo consecutivo non inferiore a 24 mesi, il meccanismo in questione consente al socio di avvalersi della duplicazione del voto senza necessità di attendere per un lasso di tempo così lungo.

Vi è, poi, da notare che il beneficio delle azioni a voto plurimo può spingersi fino all’attribuzione di tre voti per ogni azione e può essere dunque nettamente superiore rispetto al premio al socio fedele attribuito tramite voto maggiorato dell’art. 127-*quinquies* TUF, il quale può invece spingersi ad attribuire un massimo di due voti per ogni azione nelle società quotate. Se, dunque, l’istituto viene letto in maniera non maliziosa, assumendosi che il voto plurimo sia stato utilizzato prima della quotazione al solo scopo di regolare gli assetti di interessi dei soci nel corso della vita della società “chiusa”, sembra lecito ritenere che il legislatore non abbia considerato il fatto stesso della quotazione un presupposto sufficiente all’eliminazione degli effetti del voto plurimo. Sicuramente, però, la nuova norma si può prestare ad applicazioni suscettibili di cristallizzare il controllo societario in maniera ancora più forte rispetto a quanto determinabile tramite ricorso alla maggiorazione di voto⁵⁹.

Va, oltretutto, rilevato che, nel contesto di un’impresa che si affaccia alla quotazione e sia sottoposta al controllo del socio fondatore già dotato di un voto potenziato, sarebbe nota la struttura societaria “*dual class*” che si verrebbe a realizzare a seguito

⁵⁸ Cfr. BUSANI A., SAGLIOCCA M., *Le azioni non si contano ma si “pesano”*: superato il principio *one share one vote* con l’introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, *Le Società* 10/2014, p. 1060. Come riportato da tali autori: “E’ chiaro come questa permanenza, post quotazione, delle azioni a “voto plurimo” emesse ante quotazione rappresenti un formidabile vantaggio per chi ne sia titolare: non solo perché le azioni “a voto plurimo” non sarebbero emittibili post quotazione; non solo perché le azioni “a voto plurimo” sono svincolate dal periodo di possesso minimo di ventiquattro mesi che deve necessariamente ricorrere per conseguire la duplicazione del voto, ove lo statuto permetta la maggiorazione del voto conseguente al possesso prolungato delle azioni; ma anche perché le azioni “a voto plurimo” possono attribuire fino a tre voti, mentre dalle azioni a voto maggiorato conseguono solo due voti”.

⁵⁹ *Ibid*,

dell'ammissione al mercato di capitali. Il socio fondatore potrà, quindi, contare su una maggiore stabilità del controllo, disponendo della facoltà in sede di OPA di collocare un maggior numero di azioni ordinarie⁶⁰.

Una specifica questione interpretativa è poi legata al terzo comma dell'art. 127-*sexies*. La disposizione non sembra condivisibile là dove sembrerebbe precludere ogni ulteriore maggiorazione del diritto di voto a favore di singole categorie di azioni o comunque ai sensi dell'art. 127-*quinquies* TUF. Di sicuro, l'intento dichiarato del legislatore è quello di favorire la quotazione e il controllo eventualmente attribuito dalle azioni a voto plurimo, escludendo la possibilità di maggiorazione del voto attribuito alle altre azioni. Senonché, non sembra esservi alcuna ragione a sostegno dell'esclusione del beneficio della maggiorazione del voto ex art. 127-*quinquies* per i titolari di altre categorie di azioni, anche perché la possibilità di maggiorare il voto di altri azionisti potrebbe ricomporre lo squilibrio dei diritti di voto.

Per questi motivi, dovrebbe essere assunto che in presenza di azioni a voto plurimo, quest'ultime non possano beneficiare di ogni altra maggiorazione del voto, rimanendo, tuttavia, possibile la maggiorazione del voto per i titolari di altre azioni⁶¹.

Invece, con riferimento all'emissione di azioni a voto plurimo nelle società quotate in caso di operazioni straordinarie a norma dell'art. 127-*sexies*, comma 2, TUF, lo scopo che va tenuto presente in questo tipo di operazioni consiste nel mantenere inalterato il rapporto tra categorie di azioni. Ciò deve rappresentare un principio guida nella strutturazione di suddette emissioni per cui, nell'esempio di un aumento di capitale, esso dovrebbe prevedere l'emissione di azioni a voto plurimo da attribuire agli azionisti a voto plurimo in misura tale da rispettare le proporzioni con le altre categorie di

⁶⁰ Cfr. ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *La deviazione dal principio un'azione un voto e le azioni a voto multiplo*, 5 gennaio 2014, Quaderni giuridici Consob, p.55. Sul punto anche MARCO SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio un'azione un voto: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Rivista del Notariato 2017, p.949, 950, il quale fa notare Comunque, codesto effetto di stabilizzazione del controllo verrebbe parzialmente riassorbito da un aumento del costo di agenzia di un controllo societario caratterizzato da un controllo a leva, determinando il reperimento sul mercato di un ammontare di risorse inferiori rispetto a quanto si sarebbe potuto raccogliere se la società non avesse deviato dal principio di proporzionalità.

⁶¹ MARCHISIO E., *La maggiorazione del voto (art.127-quinquies TUF): r compense al socio "stabile" o truccage del socio di controllo?*, Banca, borsa, titoli di credito, fasc.I, 2015, p.79

azionisti. In caso di fusione o scissione, invece, sarà opportuno attribuire nuove azioni a voto plurimo in cambio delle azioni a voto plurimo sostituite⁶².

Ancora, bisogna osservare l'inciso di cui al comma 2 dell'art. 127-*sexies* con cui esso fa salva una diversa previsione statutaria. In relazione a questa espressione, è opportuno definire lo spazio attribuibile all'autonomia statutaria nel contesto normativo analizzato. Nelle società quotate, l'emissione di azioni a voto plurimo rappresenta una regola di carattere eccezionale la quale deve essere giustificata nel suo ricorso dalla finalità indicata nella medesima norma. E', quindi, necessario riconoscere all'autonomia statutaria la facoltà di modificare in peius le condizioni per il ricorso all'istituto del voto plurimo, rendendo più difficoltoso il procedimento necessario ad esperire lo strumento di cui al comma 2. Sarebbe, infatti, contrario al contesto normativo di riferimento assumere che lo statuto possa agevolare, rispetto a quanto già previsto dalla legge, l'utilizzo del voto plurimo⁶³.

1.3 La maggiorazione del voto nelle S.p.A. quotate

1.3.1. Inquadramento giuridico del voto maggiorato nell'ordinamento italiano

Nonostante alle società quotate sia fatto divieto di emettere azioni a voto plurimo, una delle principali novità previste dal Decreto Competitività 91/2014 è sicuramente rappresentata dall'inserimento nel TUF della maggiorazione di voto quale istituto premiale a favore dei soci di lungo periodo, il che segna un decisivo distacco dal principio “*one share, one vote*” anche in riferimento alla disciplina delle società “aperte”⁶⁴.

⁶² ASSONIME circolare n.10 del 7 aprile 2015 p.32.

⁶³ Ibid,

⁶⁴ Nello specifico, il nuovo art. 127-quinquies del Testo unico finanziario stabilisce che: “*Gli statuti possono disporre che sia attribuito un voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 2. In tal caso, gli statuti possono altresì prevedere che colui al quale spetta il diritto di voto possa irrevocabilmente rinunciare, in tutto o in parte, al voto maggiorato.*

(Comma 2) Gli statuti stabiliscono le modalità per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti, prevedendo in ogni caso un apposito elenco. La Consob stabilisce

Il suddetto decreto ha poi apportato una serie di norme di coordinamento riguardanti la disciplina dell'OPA obbligatoria e del recesso del socio.

Quanto alle prime, è stato modificato l'articolo 106 TUF, prevedendo l'obbligo di offerta pubblica totalitaria nel caso di superamento della soglia del 30% per effetto della maggiorazione, nonché nei casi di consolidamento della partecipazione rilevante ai sensi dell'art. 106, comma 5, lett. a) del TUF. Tali obblighi trovano applicazione anche nel caso di concerto tra più soggetti, qualora il superamento della soglia rilevante consegua alla maggiorazione del diritto di voto (art. 109, comma 1, secondo periodo del TUF).

Inoltre, è stata inserita una modifica all'art. 106, comma 5, lett. d bis), TUF, prevedendosi, quale esenzione dall'obbligo di OPA, il superamento della soglia rilevante di carattere temporaneo. È stato, altresì, modificato l'articolo 104-bis, TUF,

con proprio regolamento le disposizioni di attuazione del presente articolo al fine di assicurare la trasparenza degli assetti proprietari e l'osservanza delle disposizioni del titolo II, capo II, sezione II. Restano fermi gli obblighi di comunicazione previsti in capo ai titolari di partecipazioni rilevanti.

(Comma 3) 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'articolo 120, comma 2, comporta la perdita della maggiorazione del voto. Se lo statuto non dispone diversamente, il diritto di voto maggiorato:

a) è conservato in caso di successione per causa di morte nonché in caso di fusione e scissione del titolare delle azioni;

b) si estende alle azioni di nuova emissione in caso di aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 del codice civile.

(Comma 4) 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. 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.

(Comma 5) Le azioni cui si applica il beneficio previsto dal comma 1 non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile.

(Comma 6) La deliberazione di modifica dello statuto con cui viene prevista la maggiorazione del voto non attribuisce il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437 del codice civile.

(Comma 7) Qualora la deliberazione di modifica dello statuto di cui al comma 6 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 previsto dal comma 2.

(Comma 8) Se lo statuto non dispone diversamente, la maggiorazione del diritto di voto si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale. La maggiorazione non ha effetto sui diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale”.

per allineare la regola di neutralizzazione a quanto previsto dall'articolo 11 della direttiva 2004/25/CE del 21 aprile 2004, concernente le offerte pubbliche di acquisto.

Il comma 2 dell'articolo 127-*quinquies*, TUF, ha delegato alla Consob il compito di stabilire le disposizioni di attuazione in materia di maggiorazione del diritto di voto, al fine di assicurare la trasparenza degli assetti proprietari e l'osservanza delle regole in materia di obblighi di offerta, fermi restando gli obblighi di comunicazione previsti in capo ai titolari di partecipazioni rilevanti.

Peraltro, il decreto ha modificato l'articolo 105, comma 3, TUF, che delega la Consob a determinare, con proprio regolamento, i criteri di calcolo della partecipazione rilevante, tenuto conto che il menzionato articolo 106, TUF già chiarisce che l'obbligo di offerta si applica nei confronti di chi dispone di "diritti di voto in misura superiore al trenta per cento".

Per quanto riguarda l'oggetto della disciplina, ai sensi dell'art. 119 TUF la maggiorazione di voto può essere applicata dalle società italiane con azioni quotate su mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea. La norma individua, quindi, l'ambito di applicazione facendo ricorso al parametro della nazionalità, a quello dei limiti territoriali della potestà legislativa italiana in materia di organizzazione della società e di rapporti tra soci, nonché a quello della quotazione dei titoli azionari⁶⁵.

Per società italiane vanno intese ai sensi dell'art. 25 della legge n. 218 del 31 maggio 1995, quelle società che siano state costituite in Italia oppure all'estero e che abbiano, in quest'ultimo caso, collocato in Italia la sede dell'amministrazione, l'oggetto principale dell'attività ovvero trasferito dall'estero all'Italia la propria sede statutaria. Rimangono escluse le società italiane quotate in mercati di Paesi non appartenenti all'Unione Europea e le società estere, ovunque siano quotate.

I titoli azionari oggetto di quotazione non necessariamente debbono essere azioni ordinarie, potendo appartenere ad una categoria diversa come le azioni di risparmio o privilegiate. La disciplina, comunque, non si applica a società che abbiano solo titoli di debito o altri strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati⁶⁶.

⁶⁵ Non sono incluse nell'ambito di operatività dell'istituto le società con titoli diffusi sul mercato e le società con titoli ammessi alla negoziazione su sistemi multilaterali che non siano mercati regolamentati secondo quanto previsto dal TUF. Cfr. TOFFOLETTO A., LABIANCA G., Commento sub art. 119, Il Testo Unico della Finanza, a cura di M.Fratini, G.Gasparri, Tomo II, Torino 2012, p.1605

⁶⁶ ASSONIME, *Circolare n.10 del 7 aprile 2015, Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in Rivista del Notariato 2015 p.457-458.

1.3.2 Le finalità dell’istituto della maggiorazione di voto nelle società quotate: il favor del legislatore per il long-termism e il rischio di basare il sistema imprenditoriale sulla condizione del “molto potere con poco rischio”

L’istituto del voto maggiorato, così come disciplinato nell’ordinamento italiano all’art. 127-*quinquies*, può essere parzialmente ricondotto al modello delle *loyalty shares*⁶⁷ francesi, seppure con significative differenze che hanno portato a parlare di “*loyalty shares all’italiana*”.

In primis, al fine di chiarire la natura dell’istituto, è fondamentale definire una differenza dal punto di vista strutturale e di ratio tra le azioni a voto plurimo (*multiple voting shares*) e le azioni accompagnate da una maggiorazione del voto a favore degli azionisti fedeli (*loyalty shares*).

A livello strutturale, la clausola statutaria che prevede la maggiorazione di voto non comporta la creazione di una nuova categoria di azioni ma esclusivamente una modifica della regola di attribuzione del diritto di voto, destinata a valere per tutti i soci che presentino il requisito della fedeltà nella partecipazione al capitale sociale⁶⁸. Alla luce di

⁶⁷Article L225-123, Code de commerce, stabilisce che:” *Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu’elles représentent, peut être attribué, par les statuts à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d’une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire.*

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

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

L’articolo è stato recentemente modificato dalla LOI n°2014-384 du 29 mars 2014 - art. 7 (V), (c.d. Loi Florange), che con riferimento alla maggiorazione del voto per le società quotate, ha previsto il passaggio da un sistema di opt-in ad un sistema di opt-out.

⁶⁸ 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, disponibile su giustiziaticivile.com

tale premessa, il legislatore, in maniera “didattica”, si è preoccupato di precisare *expressis verbis* al comma 5 dell’articolo in commento che “*le azioni a voto maggiorato non costituiscono una categoria speciale di azioni*” ai sensi dell’art. 2348 c.c.⁶⁹

Inoltre, sulla base di considerazioni analoghe a quelle riferibili all’istituto del dividendo maggiorato di cui all’art. 127-*quater*, TUF, è possibile riferirsi al voto maggiorato come ad un diritto personalistico, non operante su caratteristiche oggettive delle partecipazioni, ma sulle caratteristiche del loro titolare o della sua condotta (quest’ultima consistente nella titolarità delle azioni per il periodo continuativo di almeno due anni)⁷⁰.

Non deve essere accolta la critica nell’utilizzo dell’aggettivo “personalistico”, fondata sul presupposto che il requisito della titolarità ininterrotta delle azioni possa essere ridotto ad un criterio di carattere oggettivo. Difatti, tale precisazione lessicale, non fa venir meno la matrice personalistica sia dell’istituto del voto che del dividendo maggiorato, dato che, in tali ipotesi il premio della maggiorazione viene condizionato all’operatività di una variabile estrinseca e non inerente al titolo azionario posseduto⁷¹.

Da tale evidenze emerge la differenza sostanziale tra le azioni a voto plurimo e quelle a voto maggiorato: laddove le prime costituiscono a tutti gli effetti una categoria speciale di azioni in cui il potenziamento del voto inerisce l’azione *qua talis*, le seconde sono le stesse azioni ordinarie che, una volta integrato il requisito della fedeltà del socio nel lungo periodo, conferiscono un beneficio di natura premiale direttamente alla persona del socio.

In riferimento alla divergenza in termini di ratio tra i due istituti, come sostenuto in relazione alla trattazione dell’art. 127-*sexies*, TUF, lo scopo fondamentale della facoltà di mantenimento del voto plurimo a seguito della quotazione è rappresentato dalla necessità di favorire l’accesso al mercato di capitali da parte di quelle società i cui soci di maggioranza non vogliono perdere il controllo a seguito della quotazione, esigenza,

⁶⁹ Può essere, così, fuorviante parlare di azioni a voto maggiorato come di “loyalty shares”, giacché la maggiorazione di voto non costituisce affatto un diritto inerente le azioni in quanto tali, ossia un diritto cartolare o dell’azione, bensì consiste in un diritto attribuito a quel socio che, per la detenzione temporalmente qualificata, sia ad esso legittimato. Cfr. BARCELLONA E., *Commento sub art. 127-quinquies TUF* in *Le Società per Azioni*, diretto da Pietro Abbadessa e Giuseppe Portale, ed. 2016, p.3954.

⁷⁰ MARCHISIO E., *La maggiorazione del voto (art.127-quinquies TUF): r compense al socio “stabile” o truceage del socio di controllo?* Banca, borsa, titoli di credito, fasc. I, 2015, p.79-81.

⁷¹ *Ibid*,

questa, particolarmente sentita nel contesto economico italiano per la presenza preponderante di famiglie che esercitano il controllo societario.

Peraltro, l'istituto del voto plurimo può essere applicato solamente da quelle società che attualmente non sono quotate ma che intendono quotarsi, potendo così collocare in sede di OPA una maggiore quantità di azioni ordinarie rispetto all'ipotesi in cui il beneficio del voto plurimo non sia mantenuto. Ne consegue che il voto plurimo consente di ampliare il novero degli strumenti utilizzabili dalle imprese organizzate in forma societaria per raccogliere nuove risorse nel mercato dei capitali⁷².

All'opposto, nel contesto di una società già quotata, il rispetto del principio della proporzionalità tra rischio e potere ha determinato l'esigenza di regolare al meglio la situazione per cui gli azionisti che investono in un pacchetto azionario per mantenerne stabilmente la titolarità, rischiano di più rispetto a coloro che prediligono un investimento speculativo di breve termine secondo la logica del "mordi e fuggi"⁷³. Per cui, si può sostenere che la ratio princeps dell'istituto sia rappresentata dall'esigenza di incentivare il long-termism e disincentivare lo short-termism, ossia favorire il potere di influenza gestoria degli azionisti di lungo termine a discapito degli azionisti di breve termine.

Tale meccanismo introduce una discriminazione non tra azioni ma tra azionisti, nella convinzione da parte del legislatore che il favor normativo al long-termism apporti benefici economici ad una società e al sistema economico nel suo insieme⁷⁴.

Tali affermazioni richiedono di essere corroborate dall'analisi delle motivazioni sistematiche per cui il legislatore dovrebbe esprimere un orientamento volto ad incentivare la logica dell'investimento a lungo termine.

In primo luogo, la critica nei confronti della gestione societaria di breve periodo è stata elaborata negli Stati Uniti sin dagli anni 70-80, periodo in cui l'industria statunitense perse rilevanti quote di mercato a favore di società tedesche e giapponesi⁷⁵, per poi trovare ampio riconoscimento a livello internazionale. Allora, gli autori Hayes e

⁷² DELL'OSSO A., *Commento sub art. 127-quinquies TUF*, in Codice delle società 2016, commentario a cura di Niccolò Abriani, Utet ed. 2016.

⁷³ LA MARCA E., *Azionisti con voto maggiorato: primi spunti*, in "I Battelli del Reno" rivista on-line di diritto ed economia dell'impresa, 26 novembre 2014, p.4.

⁷⁴ BARCELLONA E., *Commento sub art. 127-quinquies TUF* in *Le Società per Azioni*, diretto da Pietro Abbadessa e Giuseppe Portale, ed. 2016, p.3957.

⁷⁵ ESBJOKRN SEGELOD, *A comparison of managers' perceptions of short-termism in Sweden and the U.S.*, in *International journal of production economics*, 2 February 1999, p. 289.

Abernathy, nell'articolo vincitore del McKinsey Award con il titolo "Managing Our Way to Economic Decline", ricondussero il declino del modello di amministrazione Americana ad "a preference for an analytic detachment rather than the insight that comes from hands on a experience and short-term cost reduction rather than long-term development of technological competitiveness"⁷⁶. Successivamente, Hayes e Garvin approfondirono la tematica esprimendo la loro preoccupazione per la diffusa pratica consistente nel favorire logiche di gestione dell'impresa di breve periodo, con cui i manager rendono discontinui i flussi di cassa e tendono a ridurre i costi, pregiudicando gli investimenti di base e in nuove tecnologie⁷⁷.

Sin da quando il dibattito sullo short termism è stato avviato, sono state numerose le cause suggerite come all'origine del fenomeno⁷⁸. L'ipotesi più rilevante in tal senso è rappresentata dall'affermazione per cui la pressione del mercato dei capitali nei confronti delle imprese a realizzare delle performances immediate ha spinto quest'ultime a investire in un'ottica prospettica più corta di ciò che sarebbe stato auspicabile.

I manager risultano, poi, storicamente condizionati dai risultati realizzati nel periodo di gestione di loro specifica pertinenza da cui possono dipendere spesso compensi variabili, cosicché tendono a porre attenzione all'andamento borsistico del titolo, prediligendo scelte volte a produrre redditività di breve-medio termine. Oltretutto, bisogna considerare la spinta degli azionisti alla realizzazione di profitti immediati e alla massimizzazione del dividendo.

E' evidente come questa impostazione dell'attività d'impresa comporti una sostanziale "miopia" dei manager⁷⁹, i quali risultano incapaci di vedere al di là di un orizzonte di breve periodo.

Sulla base di ciò, immediate ricadute negative si hanno, per esempio, riducendo al limite minimo spese che hanno effetti positivi per l'attività d'impresa nel lungo periodo,

⁷⁶ R.H. Hayes, W.J. Abernathy, *Managing Our Way to Economic Decline*, Harvard Business Review 58 (4) (1980) 67}77.

⁷⁷] R.H. Hayes, D.A. Garvin, *Managing as if Tomorrow Mattered*, Harvard Business Review 60 (3) (1982) 70}79

⁷⁸ P. MARSH, *Short-termism*, in: P. Newman, M. Milgate, J. Eatwell (Eds.), *The New Palgrave Dictionary of Money & Finance*, Macmillan, London, 1992, o anche M.E. Porter, *Capital disadvantage: Americas Failing Capital Investment System*, Harvard Business Review 70 (5) (1992) 65}82.

⁷⁹ YU-FEN CHEN, *Does Institutional Short-termism Matters with Managerial Myopia?*, in *Journal of business research*, 2015

come quelle in ricerca e sviluppo (research and development expenditures o R&D), quelle volte alla ricerca di nuovi mercati o prodotti o, ancora, quelle dirette all'elaborazione di nuove tecnologie. Queste scelte d'investimento comportano un ritorno economico lento e dilazionato nel tempo ma risultano fondamentali per la capacità delle imprese moderne di confrontarsi con un mercato in continua evoluzione e per la stessa affermazione della leadership competitiva.

Muovendo da questa prospettiva è possibile comprendere il favor normativo per gli azionisti *long-term*: l'investitore che non sia mosso da intenti speculativi di breve termine e che, segnatamente, conti di mantenere l'investimento entro un orizzonte temporale sufficientemente lungo da poter tollerare una performance borsistica meno brillante "oggi" in vista di una performance ben più brillante nel "domani", percepirà come una minaccia la prosperità apparente derivante da una scelta economica che rinvia più in là nel tempo gli investimenti di base.

Deve essere, tuttavia, rilevato come lo *short termism* sia possibile solo ammettendo un imperfetto funzionamento dei *capital markets*, ossia l'incapacità del mercato di capitali di tradurre in prezzi tutte le scelte di investimento di breve o lungo periodo adottate dalla società⁸⁰. In relazione a ciò, è possibile osservare come il funzionamento del mercato reale non sia corrispondente al mercato perfetto così come elaborato dalla teoria neoclassica dell'impresa. Difatti, la principale delle finzioni adottate per l'operatività delle rigide condizioni della concorrenza perfetta è una pratica onniscienza da parte di ogni membro del sistema della concorrenza e la veridicità dei prezzi di mercato rispetto alle qualità dei beni in circolazione, condizioni, queste, che conducono gli individui a realizzare scelte economiche ottimizzanti di profitto e utilità. Senonché, la teoria dell'impresa successiva è stata intenta a dimostrare come l'incertezza il caso e l'incompletezza dell'informazione disponibile siano elementi imprescindibili nello studio del mercato reale⁸¹.

Il motivo di un mercato inefficiente è, così, l'informazione incompleta che si manifesta nell'assenza di una piena conoscenza di tutte le informazioni necessarie a formare i prezzi. Tale situazione di incertezza è parzialmente limitata nei sistemi economici, come

⁸⁰ RAPPAPORT, "Saving Capitalism from *Short-termism*, How to Build Long Term Value and Take Back our Financial Future", Mc Graw Hill, 2011, pg. 78 ss

⁸¹ In tal senso gli articoli di: FRANK H. KNIGHT, *il significato di rischio e incertezza*, o Simon, *La razionalità in economia*, o ALCHIAN, *Incetezza, evoluzione e teoria economica*.

quello tedesco e giapponese, in cui gli azionisti sono considerati come una delle varie categorie di stakeholders che esprimono interessi più o meno assecondabili dalla direzione societaria. In tali contesti, le società sono spesso controllate da un azionariato di maggioranza stabile, ben informato sulla società e sugli impegni di essa. Tutto questo rende per i proprietari più semplice rimanere informati sugli investimenti di lungo termine, per poi disporre del giusto livello di conoscenza e dell'opportunità di influenzare il management della società. Ciò ha portato autori come Jacobs⁸² e Porter⁸³ ad auspicare che le società americane ricercassero con urgenza dei soci di lungo periodo che potessero sfruttare un controllo diretto sul management⁸⁴.

Proprio sulla scia di queste rilevanti teorie economico-giuridiche, il voto maggiorato può essere ricondotto ad un istituto volto a incentivare la presenza nell'azionariato delle società quotate della figura del *long-term investor* quale garante di una redditività sostenibile minacciata, invece, dallo *short-termism*⁸⁵.

Tuttavia, se il senso delle *loyalty shares* è quello di mitigare gli effetti distorsivi dello short termism, allora le *loyalty shares* avrebbero potuto essere congegnate diversamente rispetto a quanto previsto dal legislatore italiano. Le *loyalty shares* premiano, infatti, la fedeltà pregressa e non invece la fedeltà prospettica.

E pertanto: poiché nulla assicura che un certo *loyal shareholder* non abbia in serbo di vendere le azioni un domani (ossia nel breve termine), nulla assicura che la maggiorazione di voto attribuita in ragione della detenzione pregressa possa effettivamente attenuare i rischi di distorsione nelle scelte di investimento collegati al fenomeno dello short termism.

In riferimento alla disciplina prevista dall'art. 127-*quinquies*, TUF, si può parlare, quindi di *loyalty shares* "all'italiana", da contrapporre a meccanismi di maggiorazione del voto che premiano la fedeltà prospettica e non la fedeltà pregressa⁸⁶.

⁸² M.T. JACOBS, *Short-Term America: The Causes and Cures of Our Business Myopia*, Harvard Business School Press, Cambridge, MA, 1991.

⁸³ Porter, *Capital disadvantage: Americas Failing Capital Investment System*, Harvard Business Review 70 (5) (1992) 65}82.

⁸⁴ ESBJOKRN SEGELOD, *A comparison of managers' perceptions of short-termism in Sweden and the U.S.*, in *International journal of production economics*, 2 February 1999, p.244.

⁸⁵ BARCELLONA E., *Commento sub art. 127-quinquies TUF* in *Le Società per Azioni*, diretto da Pietro Abbadessa e Giuseppe Portale, ed. 2016, p.3954.

⁸⁶ *Ibid*, Cit. p. 3957. Un esempio di ordinamento che premia la fedeltà prospettica è quello olandese verso cui è migrata FCA spostando la sede legale ad Amsterdam.

Come proposto da Mayer nella dottrina anglosassone, il premio della maggiorazione potrebbe essere attribuito nell'immediato a quell'azionista che si impegna a mantenere le azioni per un certo periodo di tempo, adottandosi, così, una prospettiva forward-looking, ossia basata su un'aspettativa⁸⁷.

Nonostante le valide ragioni a sostegno di una riflessione per cui il voto maggiorato sia un istituto volto a contrastare lo *short-termism*, è necessario considerare, poi, la diversità del panorama societario italiano rispetto a Paesi come gli Stati Uniti e l'Inghilterra. Mentre in quest'ultimi è preponderante la presenza di public companies ad azionariato fortemente diffuso, il sistema italiano si basa su società a controllo diretto o di fatto di uno o più azionisti di riferimento. In tale contesto, vengono ad attenuarsi le problematiche dello *short-termism* e la disposizione del voto maggiorato sembrerebbe rappresentare, più che altro, uno strumento di ostacolo al ricambio di potere economico in Italia⁸⁸. Da qui, la natura dell'istituto delle *loyalty shares* "all'italiana" può essere ricondotta ad un "*control enhancing mechanism*" (CEM), ossia un meccanismo di rafforzamento del controllo che determina una deviazione dal principio di proporzionalità tra rischio e potere nella gestione societaria e che dimostra il favor del legislatore per un sistema volto improntato alla logica del "tanto potere con poco rischio"⁸⁹.

In definitiva, nonostante i positivi risvolti in termini di incentivazione dell'investimento azionario di lungo periodo, sono di intuitiva evidenza i rischi di ricadute in termini di

⁸⁷ Mayer, *Firm Commitment. Why the corporation is failing us and how to restore trust in it*, Oxford University press 2013, p. 206, il quale afferma in proposito: "*The principle of one share one vote means that shareholders receive voting control in terms of the amount of capital they invest in a particular corporation, [...] but not in terms of the length of time for which they invest. They are therefore rewarded in control rights in regard of the depth of their commitment (the amount of capital they invest) [...] but not the length of their commitment (the time period for which they invest). There is at present no means by which shareholders can indicate the length of time for which they wish to invest, so those who intend to hold their shares for a few days (or in the case of high frequency traders perhaps only milliseconds) have the same voting rights over the decisions of the corporation at the point of time at which they hold shares as those who intend to retain their shares for several days. The former category bear the consequences of their voting decision for a negligible period, the latter for an extended period, but both have the same influence on the current decision of the corporation that may affect its performance for years to come*".

⁸⁸ ZINGALES L., Quel voto plurimo così opaco, in *Il Sole 24 Ore*, 3 agosto 2014.

⁸⁹ Cfr. BARCELLONA E., *Commento sub art. 127-quinquies TUF* in *Le Società per Azioni*, diretto da Pietro Abbadesse e Giuseppe Portale, ed. 2016, p. 3960. D'altronde, è la stessa Relazione illustrativa al Decreto Competitività ad individuare la ratio del voto maggiorato nel favorire la quotazione delle imprese dato che il diffuso "timore di perdere il controllo rappresenta uno dei principali fattori che disincentiva l'ingresso in borsa delle imprese familiari italiane".

cristallizzazione controllo societario a favore del gruppo storico di comando⁹⁰ derivanti dall'istituto della maggioranza di voto così come modellato nell'ordinamento italiano.

1.3.3 Pro e contro del voto maggiorato alla luce dell'art. 127-*quinquies* TUF

Dalle considerazioni espresse nel paragrafo precedente, emergono una serie di aspetti positivi ma anche possibili rischi derivanti dall'introduzione dell'istituto della maggioranza di voto nelle società quotate.

In primo luogo, può essere rilevato come la previsione dell'istituto del voto maggiorato sia stata dettata dalla necessità di aumentare l'attrattiva dell'ordinamento italiano rispetto a ordinamenti stranieri che già da tempo facevano ricorso ad esso.

E' infatti noto come la FIAT, che rappresenta una delle principali società quotate italiane, abbia optato nel 2013 per il trasferimento della sede legale in Olanda, nello specifico ad Amsterdam. Tale operazione servì soprattutto ai membri della famiglia Agnelli che ad oggi possono sfruttare il maggior peso concesso nel voto in assemblea ai soci che abbiano la maggiore quota di una società. In questo modo anche con meno del 30 per cento della nuova Fiat la famiglia di Torino può controllare la società, cosa che con le leggi italiane sull'Opa non sarebbe stato possibile⁹¹.

In particolare, l'ordinamento olandese prevede una figura di voto potenziato per le società quotate che differisce sia dalle *loyalty shares* francesi che da quelle italiane, prevedendosi che la maggioranza del voto sia attribuita a tutti gli azionisti, che la mantengono solo qualora non vengano effettuati atti dispositivi delle azioni. Così, l'azionista di controllo che raramente cede le azioni (nel caso FIAT la famiglia Agnelli) beneficia istantaneamente del premio della maggioranza con il vantaggio di non dover attendere il decorso di un *loyalty period*. Viene, così, ricompensata la "fedeltà prospettica" degli azionisti di lungo periodo⁹².

⁹⁰ Cfr. MARCHISIO E., *La maggioranza del voto (art.127-quinquies TUF): r̀compense al socio "stabile" o trucage del socio di controllo?*, Banca, borsa, titoli di credito, fasc.I, 2015, p.87.

⁹¹ GRISERI P., *Fiat Chrysler Automobiles: sede in Olanda, fisco inglese e quotazione a New York*, 29 gennaio 2014, disponibile su repubblica.it

⁹² Con riferimento al caso Fiat, la definizione contenuta nel Term Sheet di qualifying Common Shares che danno diritto alle Special Voting Shares prevede che: "With respect to any shareholder, the number of common shares that has, pursuant to the Initial Collocation Procedures, been allocated to such

Risulta, dunque, fortemente attuale la tematica della concorrenza tra ordinamenti, potendosi comprendere come la maggiorazione di voto abbia lo scopo di limitare in futuro casi analoghi a quello FIAT di trasferimento della sede di società italiane all'estero. Tuttavia, è opportuno tenere presente come l'istituto del voto potenziato nelle società quotate non comporti benefici così forti da determinare un incentivo al trasferimento della sede sociale in Italia nella prospettiva di una regulatory competition, seppur abbia la potenzialità di porre un freno al fenomeno inverso. Difatti, il sistema fiscale italiano è un disincentivo ben maggiore dell'eventuale incentivo del voto multiplo⁹³. Ad esempio, sempre nel caso FIAT, si è avuto in contemporanea con il trasferimento della sede legale anche il trasferimento della sede fiscale a Londra, il che si spiega con i vantaggi che il sistema inglese accorda a chi matura dividendi all'estero. Scelta quasi obbligata per un Paese che è ormai, essenzialmente, una piazza finanziaria in cui la tassazione sui dividendi favorisce anche la nuova FIAT rispetto alla legislazione italiana⁹⁴.

Ulteriori contingenze hanno rappresentato, poi, un motivo fondante di ricorso alla maggiorazione tramite il Decreto "Competitività". Ci si riferisce alle esigenze di finanza pubblica per poter alienare le azioni di ENEL ed ENI senza perdere di fatto la maggioranza in assemblea. Il voto maggiorato è stato pensato, infatti per società pubbliche maggiori, dove le minoranze sono rappresentate anche da investitori

shareholder and registered in the Loyalty Register on the occasion of the merger and continue to be registered in the name of such shareholder or its Loyalty Transferee(s) and the number of electing common shares that has for an uninterrupted period of at least three years, been registered in the Loyalty Register in the name of such shareholder or its Loyalty Transferee(s) and continue to be so registered". Le azioni registrate possono essere sostituite con altre azioni dello stesso titolare. E' quindi una fattispecie mista dove la persona titolare acquista il diritto di ricevere le azioni se le mantiene. L'attribuzione delle Special Voting Shares avviene sulla base del possesso delle Common Shares "As per date on which a number of Common Shares has been registered in the Loyalty Register in the name of one and the same Shareholder or a Loyalty Transferee of such Shareholder for an uninterrupted period of three years (the Qualification Date), such number of Common Shares will become Qualifying Common Shares and the older thereof will be entitled to receive one Special Voting Share in respect of each of such number of Common Shares between such Shareholder and any Loyalty Transferee shall not be deemed to interrupt the three years period referred to in this clause".

Alla data della fusione gli azionisti che si sono qualificati ricevono Special Voting Shares a titolo gratuito e ad esse corrisponde una "Special capital Reserve". Il ritiro di queste azioni avviene senza versamento di prezzo al momento della perdita del requisito di lealtà, senza corrispettivo.

⁹³ MARCHISIO E., *La maggiorazione del voto (art.127-quinquies TUF): r̀compense al socio "stabile" o truceage del socio di controllo?*, Banca, borsa, titoli di credito, fasc.I, 2015, p.86.

⁹⁴ GRISERI P., *Fiat Chrysler Automobiles: sede in Olanda, fisco inglese e quotazione a New York*, 29 gennaio 2014, disponibile su repubblica.it.

professionali attivi con significative partecipazioni. In tali situazioni, la titolarità da parte dell'azionista pubblico di partecipazioni consistenti appena al di sotto della soglia OPA del 30% non è sembrata sufficiente per scoraggiare una possibile scalata da parte degli investitori professionali. Lo Stato azionista di maggioranza relativa ha reagito tramite la previsione della misura difensiva della maggiorazione di voto, d'altra parte già considerata come tipica misura difensiva anche da parte dell'ordinamento tedesco ove il § 12 AktG ne autorizzava fino al 1998 l'emissione con autorizzazione dell'autorità pubblica per ragioni di interesse generale⁹⁵. Nel dichiarato intento del legislatore, l'incentivazione della maggiorazione avrebbe avuto, quindi, il fine di rimpinguare le casse statali, consentendo in tal modo l'alienazione di un maggior ammontare di partecipazioni, potendo l'azionista pubblico contare su una maggiore stabilità di controllo societario. Nella pratica, si può, tuttavia, dimostrare l'inidoneità dell'istituto a realizzare questo obiettivo nella sua pienezza, poiché deve scontrarsi con l'attitudine del mercato finanziario ad autoregolarsi. In proposito, è inevitabile un abbassamento della quotazione delle azioni che si intendono vendere, laddove quest'ultime attribuiscono al momento della vendita un potere di voto inferiore rispetto a quello maggiorato delle azioni rientranti nella sfera pubblica, determinandosi così un incasso minore rispetto a quanto prospettato⁹⁶.

Oltretutto, nelle società pubbliche che intendono far ricorso a massicce alienazioni il tasso di rendimento di tali partecipazioni è superiore a causa della politica di alti dividendi al tasso di debito pubblico, con il risultato che, almeno nel medio periodo, il prospetto non può che essere negativo, venendosi in tal senso a rinforzare la tesi precedentemente esposta.

⁹⁵ GIAMPAOLINO C. F., *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, Giurisprudenza commerciale 2015, fasc. I, p.780.

⁹⁶ Inoltre, non si può non riscontrare come, sempre dal punto di vista della finanza pubblica, da tale alienazione deriva in ogni caso una diminuzione dei flussi di cassa positivi che si hanno con la percezione dei dividendi attuali, comportando, in tal modo, un'operazione che contribuisce positivamente al bilancio del singolo anno ma che può creare scompensi per quelli successivi secondo quella che può essere definita una "politica della cicala". Cfr. ANGELICI C., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in Giurisprudenza Commerciale 2015, fasc. 1 p.214.

Sull'argomento è stata, poi, espressa la preoccupazione da parte di Assogestioni, secondo la quale la maggiorazione potrebbe incontrare una decisa ostilità da parte degli investitori istituzionali, potendosi accompagnare ad una sostanziale riduzione degli investimenti nelle società quotate italiane. Cfr. ASSOGESTIONI, *Nota tecnica al voto maggiorato*, consultabile sul sito istituzionale.

E' stato rilevato come il periodo medio di investimento in azioni da parte di quest'ultimi non superi un anno di durata e che gli investitori istituzionali producono il proprio utile più sullo scambio che sulla partecipazione stabile, il che comporta l'esclusione di gran parte di essi dal beneficio di cui all'art. 127-*quinquies* TUF⁹⁷. D'altra parte, solamente nel 1991, il periodo di investimento medio nelle società quotate era pari a 6 anni, e non si può escludere che l'utilizzo congiunto delle maggiorazioni personalistiche del dividendo e del voto non possa spingere le imprese di investimento ad effettuare un'inversione di rotta. Così, l'istituto in considerazione può avere il merito di predisporre un contesto normativo in cui gli investitori istituzionali assumano un ruolo più attivo nella loro funzione di monitoraggio e di governance, anziché essere mossi esclusivamente da logiche di investimento di breve periodo⁹⁸.

In aggiunta, bisogna considerare l'eterogeneità degli investitori istituzionali e la circostanza che taluni di essi, ad esempio i fondi pensione, possono essere interessati alla logica degli investimenti di lungo periodo avvalendosi, di conseguenza, della maggiorazione di voto⁹⁹.

Proseguendo la trattazione dei pro e dei contro del voto maggiorato, è necessario sicuramente riconoscere tra gli effetti positivi, quello consistente nella stabilizzazione delle partecipazioni azionarie, incentivando a tal proposito l'investimento a medio-

⁹⁷ MARCHISIO E., *La maggiorazione del voto (art.127-quinquies TUF): r compense al socio "stabile" o truccage del socio di controllo?*, Banca, borsa, titoli di credito, fasc. I, 2015 p. 90.

⁹⁸ Ibid,

⁹⁹ In tale prospettiva, non si pu  non ricordare l'esperienza statunitense e del favore in quel contesto espresso nei confronti del sistema delle dual class shares, nonostante il conflitto tra il contrario New York Stock Exchange, e altri mercati come il Nasdaq e l'Amex. In tale ambito non   possibile supporre che la prevalenza dei secondi potesse essere dovuta ad un indebolimento del potere politico egli investitori istituzionali, dovendosi pi  che altro assumere che in un certo momento le posizioni delle parti si siano allineate.

Da tale esperienza   indispensabile attribuire un ruolo fondamentale per la soluzione della problematica alla capacit  dei mercati di orientarsi trovando soluzioni efficienti rispetto all'introduzione di una norma che, comunque, determina un apprezzabile ampliamento dell'autonomia statutaria. Pertanto, un diverso atteggiamento che dovesse manifestarsi negli investitori istituzionali nell'esperienza italiana a differenza di quella statunitense, sarebbe da ricercare su un piano diverso da quello del tradimento del principio one share one vote: ad esempio ragioni di efficienza dei mercati o anche di stampo politico. Cfr., ANGELICI C., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giurisprudenza Commerciale* 2015, fasc. 1, p.219 ss.

lungo termine e non solo a carattere speculativo nelle società quotate (analogamente a quanto riscontrabile per il dividendo maggiorato)¹⁰⁰.

In tale ottica, l'istituto si pone in maniera pienamente conforme al Piano di Azione in materia di diritto societario e di corporate governance della Commissione UE che, a proposito, ha avanzato una riflessione sull'opportunità di incentivare gli azionisti di lungo termine, anche attraverso l'utilizzo di azioni a voto multiplo.

In relazione allo stesso tema, il voto maggiorato si colloca inoltre in linea di continuità con il precedente istituto della maggiorazione del dividendo di cui all'art. 127-*quater*, con il quale condivide lo scopo di ridurre l'eccessiva volatilità dei titoli quotati¹⁰¹.

Da partecipazioni societarie più stabili deriverebbe per di più il vantaggio per tutte le società consistente nella crescita del livello di stabilità dei prezzi, da cui potrebbero trarre benefici, in definitiva, gli stessi investitori istituzionali: si determinerebbe una riduzione del fenomeno del trading così riducendosi le possibilità per i brokers di lucrare applicando costi di commissione esorbitanti e sfruttando l'inesperienza degli investitori non professionali¹⁰².

Ancora, è possibile riconoscere come conseguenza dell'applicazione dell'istituto l'accrescimento del potere di monitoraggio dell'azionista sulla governance societaria¹⁰³. Difatti, come già riferito, l'accrescimento del potere di voto per ogni azione, rafforza il controllo di fatto dei soci di lungo periodo, garantendo ad essi una maggiore influenza sui manager incaricati della gestione della società.

Nonostante questi benefici effetti del voto maggiorato, una delle più rilevanti criticità fatte notare in riferimento all'istituto è il fatto che esso può prestarsi ad una strumentalizzazione da parte degli azionisti di controllo volta a comprimere i poteri della minoranza e ad estrarre dalla società benefici privati.

¹⁰⁰ Cfr. DELL'OSSO A., *Commento sub art. 127-quinquies TUF*, in Codice delle società 2016, commentario a cura di Niccolò Abriani, Utet ed. 2016, p. 3365 ss. In tal senso anche MARCHISIO E., *La maggiorazione del voto (art.127-quinquies TUF): r̀compense al socio "stabile" o trucage del socio di controllo?*, Banca, borsa, titoli di credito, fasc.I, 2015, p.88.

¹⁰¹ Ibid, MARCHISIO E., p.88.

¹⁰² Ibid,

¹⁰³ TEDESCHI C., *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*, in Le Società, 2015, p.1077.

Secondo la critica¹⁰⁴, tale rischio tenderebbe ad essere enfatizzato quanto più si allarghi la forbice tra diritto di voto, da un lato e diritto alla remunerazione dell'investimento, dall'altro. Inoltre, l'irrigidimento del controllo societario conseguente alla maggiorazione determinerebbe una minore circolazione del controllo tramite offerte pubbliche d'acquisto volontarie, risultando determinante per l'esito dell'offerta, l'adesione del socio di controllo.

In relazione a questa problematica, è poi da considerarsi un fatto "naturale" che la maggiorazione attribuisca benefici al socio di controllo stabile in maniera più che proporzionale rispetto ai soci di minoranza in un contesto societario caratterizzato da azionariato diffuso ed alta variabilità dei titolari delle partecipazioni minori al capitale

¹⁰⁴Senonché, può essere opposto, come quest'ultima ipotesi possa venire in rilievo nella pratica solo quando l'azionista detenga un controllo di diritto nella società. Oltretutto, in società caratterizzate da un azionariato diffuso, per cui l'azionista di riferimento detenga una quota partecipativa inferiore alla soglia del 30% o attestata tra il 30 e il 50%, il consolidamento del controllo tramite la maggiorazione richiederebbe, comunque, la necessità di promuovere un'OPA obbligatoria ai sensi della nuova formulazione dell'art. 106 TUF che tiene conto ai fini del superamento della quota del 30% anche dell'operatività del premio della maggiorazione. LAMANDINI M., *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche d'acquisto*, XXVIII Convegno di studio, Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati, Courmayeur, 2014, p.3 ss.

In definitiva, il rischio della cristallizzazione degli assetti proprietari viene attenuato dalla disciplina in commento, ponendosi, a ben vedere, solo nei casi in cui l'azionista di riferimento già deteneva il controllo di diritto prima della stessa maggiorazione, tuttavia potendosi ritenere che l'ostacolo alla contendibilità del controllo determinato dal voto maggiorato non sarebbe inferiore all'ipotesi in cui l'azionista di riferimento detenesse un possesso azionario superiore alla maggioranza assoluta del capitale sociale. Anche in questo caso, sarebbe, infatti, necessaria l'adesione del socio di controllo per il buon esito dell'offerta. Cfr. GUIZZI G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corriere Giuridico* 2/2015, p. 55. Sempre in risposta alla critica che ritiene la maggiorazione di voto un istituto che si presta ad essere sfruttato dai soci di controllo per estrarre dalla società dei benefici privati, bisogna assumere come tale tesi risulti riduttiva nella ricostruzione degli effetti delle finalità di un istituto che, sebbene si espliciti nell'attribuzione di un diritto personalistico, presente come fondamento per la sua attribuzione un requisito oggettivo il quale può essere soddisfatto da qualsiasi azionista (il mantenimento della titolarità delle azioni per un periodo di tempo consecutivo non inferiore a ventiquattro mesi). La regola ha, infatti, una valenza organizzativa in tema di legittimazione all'esercizio del voto e di procedimento assembleare ma risulta sostanzialmente neutrale rispetto nelle sue finalità per la ricostruzione degli assetti di potere all'interno della società, i quali vengono a dipendere da un maggiore spazio lasciato alla libera articolazione dell'autonomia statutaria più che dall'introduzione in sé del voto maggiorato. Ibid, p. 156.

A dimostrazione di ciò, si può fare l'ipotesi che tutti gli azionisti di una società quotata soddisfino nello stesso momento le condizioni per accedere al beneficio della maggiorazione: l'incidenza dell'istituto sui rapporti di forza verrebbe ad annullarsi, assumendo esso una configurazione neutrale rispetto agli assetti di potere interni alla quotata. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, p. 417.

sociale. Tutto questo risponde alla stessa ratio dell'istituto di favorire il long termism per ragioni ampiamente discusse nel paragrafo precedente.¹⁰⁵

Tale situazione si presentava, difatti, ottimale per l'utilizzo di un istituto volto ad amplificare gli effetti positivi del long-termism, eliminando vincoli pregressi all'autonomia statutaria nell'articolazione degli assetti proprietari tramite un meccanismo di voto multiplo. Peraltro, queste restrizioni apparivano illogiche rispetto alla stessa tendenza all'apertura verso l'autonomia statutaria degli altri ordinamenti europei.

Oltretutto, il rischio di degenerazioni o abusi di un istituto di per sé neutro, non può rappresentare una ragione sufficiente per negare la legittimità della sua previsione da parte dell'ordinamento¹⁰⁶. La risposta a questi rischi applicativi va, in altri termini, ricercata non nell'ostracizzazione dell'istituto in sé, bensì nella necessità di implementare regole sanzionatorie e preventive rispetto a operazioni che creano un pregiudizio selettivo a carico dei soli soci diversi da quelli di controllo. Un ottimo punto di partenza, in tal senso, consiste nel garantire il rispetto di regole che l'ordinamento già prevede come quelle in tema di conflitto di interesse relativo ad operazioni con parti correlate¹⁰⁷.

In conclusione, è necessario, tuttavia, evidenziare quella che può essere ritenuta la vera nota dolente nella disciplina del voto maggiorato ex art. 127-*quinquies* TUF: la circostanza che la maggiorazione non abbia effetto su diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote del capitale sociale a norma dell'art. 127-*quinquies*, comma 8. Ciò ha come conseguenza immediata la scarsa incentivazione dei soci di controllo a sviluppare le funzioni di monitoraggio sulla governance societaria.

¹⁰⁵E' da ricondursi, poi, a codesta logica dell'istituto, il fatto di essere stato introdotto in un momento storico in cui, stando ai dati ufficiali della CONSOB del 2013, l'85% delle società quotate e il 78% in termini di capitalizzazione, risultava controllata da uno o più azionisti e, in più della metà delle società controllate, il primo azionista deteneva una partecipazione superiore al 50%, con un controllo di natura familiare interessante circa il 60% di esse. CONSOB, Rapporto 2013 sulla corporate governance delle società quotate italiane. Roma, 18 novembre 2013, disponibile su www.consob.it

¹⁰⁶ Cit. GUIZZI G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corriere Giuridico* 2/2015, p.156.

¹⁰⁷ GUIZZI G., *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi (Trasparenza, ponderazione, e imparzialità nell'amministrazione delle S.p.A.)*, Milano 2014, p. 61 ss.

E', infatti, precluso alle minoranze sfruttare la maggiorazione per implementare la propria funzione di azionariato attivo nell'esplicazione di diritti fondamentali della minoranza come, ad esempio: la presentazione di liste per l'elezione del consiglio di amministrazione ex art. 147-ter TUF, il diritto di chiedere la convocazione dell'assemblea ex art. 2367 c.c. o l'integrazione dell'ordine del giorno, il diritto di promuovere l'azione di responsabilità contro gli amministratori o di denunciare gravi irregolarità al Tribunale.

La scelta del legislatore, analogamente a quanto rilevato in tema di voto plurimo, suscita una certa perplessità¹⁰⁸, soprattutto se si considera che la maggiorazione del dividendo ex art. 127-*quater* TUF, può essere riconosciuta solo a soci che siano titolari di una partecipazione inferiore allo 0,5% del capitale sociale, ovvero quella minore prevista dallo statuto. Parte della dottrina ritiene, infatti, che questa condizione restrittiva per accedere ad un premio di remunerazione avrebbe dovuto essere rivista dal legislatore, spostando verso l'alto la soglia per accedervi laddove fosse stato conseguito il voto maggiorato. Tale accorgimento avrebbe posto gli azionisti di minoranza nella condizione di conservare più a lungo la titolarità delle azioni, potendo, pertanto, svolgere un ruolo più attivo nel monitoraggio della governance¹⁰⁹.

1.4. La disciplina del voto maggiorato

1.4.1 L'iscrizione nell'elenco come forma costitutiva del diritto di voto maggiorato

L'articolo 127-*quinquies*, comma 2, del TUF stabilisce l'obbligo per le società quotate di istituire un "apposito elenco" nel quale debbano essere iscritti i soci che intendano usufruire del beneficio del voto maggiorato al termine di un periodo di possesso continuativo delle azioni non inferiore a ventiquattro mesi, decorrente dalla data della medesima iscrizione, salvo il caso di una società che si accinga alla quotazione.

¹⁰⁸ MARCHISIO E., *La maggiorazione del voto (art.127-quinquies TUF): r compense al socio "stabile" o trucege del socio di controllo?*, Banca, borsa, titoli di credito, fasc.I, 2015, p.91.

¹⁰⁹ Su tale criticit  si veda: GUIZZI G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle societ  quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corriere Giuridico* 2/2015, p.157, e STELLA RICHTER JR. M., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, *Rivista di diritto commerciale* 2011, fasc. I, 89 ss.

Si dispone, infatti, al comma 7 che, qualora la delibera di modifica dello statuto 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 primo comma, sia computato anche il possesso anteriore alla data di iscrizione nell'elenco. Sebbene la norma non lo specifichi, la decorrenza della record date non dovrebbe poter essere anteriore alla data di modificazione dello statuto¹¹⁰.

Alla luce della normativa in considerazione, l'iscrizione nell'elenco assolve una funzione costitutiva del diritto di voto maggiorato e nel contempo adempie un'importante funzione informativa nei confronti della società emittente, degli azionisti e dei terzi, data la nominatività delle iscrizioni¹¹¹.

La funzione dell'elenco è dunque diversa rispetto a quella del libro dei soci sebbene esista una complementarità tra i due strumenti¹¹². La tenuta dell'elenco è, poi, rimessa all'emittente che deve stabilire nello statuto le modalità per l'accertamento e per l'attribuzione della maggiorazione del voto, inclusa l'eventuale previsione della possibilità di rinuncia irrevocabile alla maggiorazione e le scelte opzionali sulla perdita o sull'estensione del beneficio previste dall'articolo 127-*quinquies*.

Il legislatore ha demandato alla Consob l'emanazione di un regolamento attuativo della disciplina in questione. Pertanto, con delibera del 19.12.2014, n.19084, la Consob ha introdotto all'interno del Titolo IV-Capo III bis del Regolamento emittenti, l'articolo 143-*quater*, rubricato "Contenuto dell'elenco". Questo stabilisce una serie di informazioni minime che deve riportare l'elenco in due distinte sezioni. Nella prima devono essere inseriti: a) i dati identificativi degli azionisti che hanno richiesto

¹¹⁰ LA MARCA E., *Azionisti con voto maggiorato: primi spunti*, in "I Battelli del Reno" rivista on-line di diritto ed economia dell'impresa, 26 novembre 2014, p.4.

¹¹¹ DELL'OSSO A. *Commento sub art. 127-quinquies TUF*, in Codice delle società 2016, commentario a cura di Niccolò Abriani, Utet ed. 2016., p.3365 ss.

¹¹² In relazione a ciò, la CONSOB in, *Proposte di modifiche al Regolamento Emittenti: esiti della consultazione*, 23 dicembre 2014, disponibile sul sito istituzionale, riporta che la natura giuridica dell'elenco, lungi dal costituire un nuovo libro sociale posto ad appendice del libro dei soci debba portare a qualificare tale strumento quale sezione speciale del libro soci che ne integra il contenuto informativo. In senso contrario si esprime LA MARCA E., *Azionisti con voto maggiorato: primi spunti*, in "I Battelli del Reno" rivista on-line di diritto ed economia dell'impresa, 26 novembre 2014, p.6.

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.

Invece, nella seconda sezione dell'elenco devono essere riportati: *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 indicazione dei trasferimenti e dei vincoli ad esse relativi, nonché degli atti di rinuncia; *c*) la data di conseguimento della maggiorazione del diritto di voto.

Vengono, così, distinti i soci che abbiano richiesto l'iscrizione da quelli che l'abbiano ottenuta, nonché il numero delle azioni per cui si è richiesta l'iscrizione da quello effettivo delle azioni cui sia stato riconosciuto il voto maggiorato.

L'iscrizione nell'elenco non è automatica ma va richiesta dal socio interessato ad avvalersi della maggiorazione. Essa potrà essere ottenuta anche per una limitata percentuale della partecipazione, così come la maggiorazione può essere riconosciuta anche per una sola parte delle azioni iscritte¹¹³.

Circa le modalità di iscrizione, la richiesta deve essere rivolta dall'azionista con comunicazione valida sino a revoca, non alla società, bensì all'intermediario che successivamente provvede ad inviarla all'emittente¹¹⁴. Anche in tal caso, nulla proibisce all'autonomia privata di prevedere modalità di comunicazione alternative.

Circa la concreta identificazione dell'intermediario, il Provvedimento Congiunto Consob-Banca d'Italia sulla gestione accentrata precisa all'art. 23-bis che, l'intermediario cui l'azionista deve chiedere la comunicazione è il c.d. ultimo intermediario, ossia l'intermediario che tiene il conto sui quali sono registrati gli strumenti finanziari di soggetti che non operano in qualità di intermediari o di soggetti non residenti¹¹⁵. L'intermediario che invece effettua le comunicazioni all'emittente è quello partecipante al sistema di gestione accentrata¹¹⁶.

Compete, poi, all'autonomia statutaria stabilire (i) la periodicità con la quale i soci possono presentare la richiesta di iscrizione, (ii) la decorrenza degli effetti che non può essere, in ogni caso, retroattiva, (iii) l'automatismo della maggiorazione di voto ovvero

¹¹³ LA MARCA E., *Azionisti con voto maggiorato: primi spunti*, in "I Battelli del Reno" rivista on-line di diritto ed economia dell'impresa, 26 novembre 2014, p.8, e GUIZZI G., *la maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, op. cit.

¹¹⁴ Art. 23-bis, comma 1-2 Provvedimento Congiunto Consob-Banca d'Italia sulla gestione accentrata.

¹¹⁵ Si veda la definizione nel Provvedimento Congiunto all'art. 1, lett. j).

¹¹⁶ Art. 27, comma 1, Provvedimento Congiunto.

la necessità di un'ulteriore, seconda, comunicazione di richiesta del beneficio da parte dell'azionista¹¹⁷.

Laddove l'intermediario abbia effettuato una o più comunicazioni in relazione ad azioni acquistate in momenti diversi e il trasferimento non abbia ad oggetto la titolarità delle azioni, deve essere utilizzato il criterio "last in, first out", per cui si considerano trasferite per prime le azioni registrate da ultimo sul conto e il medesimo criterio deve essere applicato dalla società per l'aggiornamento dell'elenco¹¹⁸.

Proprio in relazione all'aggiornamento dell'elenco, tale compito spetta alla società in conformità alle segnalazioni e alle comunicazioni degli intermediari entro il termine eventualmente previsto dallo statuto e nel rispetto di quanto disposto dall'art. 85-bis, comma 4 bis, Reg. Emittenti a norma del quale: *"Nel caso in cui lo statuto preveda la maggiorazione del diritto di voto ai sensi dell'articolo 127-quinquies, ovvero l'emissione di azioni con diritto di voto plurimo ai sensi dell'articolo 127-sexies del Testo unico [...] l'emittente comunica al pubblico e alla Consob (secondo il sistema di teleraccolta e con le modalità indicate dalla stessa autorità con comunicazione) 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.*

Perciò, gli obblighi di informativa nei confronti del pubblico e della Consob devono essere adempiuti in tre occasioni di cui la prima facoltativa: (i) entro il termine eventualmente previsto dallo statuto; (ii) entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese di calendario durante il quale è stato accertato un aumento dei diritti di voto; (iii) entro il giorno successivo alla record date, come, ad esempio, il settimo giorno di mercato aperto prima della data fissata per l'assemblea convocata.

¹¹⁷ Cit., BARCELLONA E., Commento sub art. 127-quinquies TUF, in commentario Le società per azioni, p. 3978.

¹¹⁸ ASSONIME, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in Rivista del Notariato 2015, p.60.

Il regime di pubblicità ha, così la funzione di garantire una partecipazione più consapevole all'assemblea, oltre che quella di essere funzionale all'applicazione della disciplina sulle partecipazioni rilevanti e in materia di OPA¹¹⁹.

Ancora, al fine di rafforzare il regime di pubblicità è stato previsto che le società rendano noti, mediante pubblicazione nel proprio sito internet, i dati identificativi degli azionisti che hanno richiesto l'iscrizione nell'elenco con indicazione delle relative partecipazioni ma limitando tutto ciò solo al caso in cui si tratti di soggetti detentori di partecipazioni rilevanti (Art. 143-*quater*, comma 5, TUF) con il rispetto di un termine di pubblicazione che è il medesimo di quello sopra riferito relativamente all'art. 85-bis, comma 4-bis RE.

Infine, per quanto riguarda il diritto d'ispezione, è stato stabilito (Art. 143-*quater*, comma 4, RE) che, analogamente a quanto previsto per il libro dei soci dall'art. 2422 c.c., le risultanze dell'elenco siano messe a disposizione dei soci richiedenti a proprie spese, anche su supporto informatico, indipendentemente dal fatto che i soci istanti abbiano richiesto l'iscrizione¹²⁰.

1.4.2 Contenuto della maggiorazione e soglia minima del vesting period

In riferimento all'entità del premio di maggiorazione, bisogna notare come la norma in commento lasci un ampio margine di valutazione all'autonomia statutaria. Infatti, l'art. 127-*quinquies*, primo comma, TUF, stabilisce che la maggiorazione possa estendersi fino ad "un massimo di due voti per ciascun azione", espressione che va interpretata, secondo la tesi prevalente in dottrina¹²¹, nel senso che sia ammissibile una maggiorazione frazionaria pari, ad esempio, a 1/3 o 1/4 del voto intero¹²².

¹¹⁹ Cit. DELL'OSSO A., *Commento sub art. 127-quinquies TUF*, in Codice delle società 2016, commentario a cura di Niccolò Abriani, Utet ed. 2016, p. 3365 ss.

¹²⁰ Ibid,

¹²¹ Cfr. MARCHISIO E., *La maggiorazione del voto (art.127-quinquies TUF): r compense al socio "stabile" o trucage del socio di controllo?*, Banca, borsa, titoli di credito, fasc.I, 2015 p. 92; cos  anche BARCELLONA E., *Commento sub art. 127-quinquies TUF* in *Le Societ  per Azioni*, diretto da Pietro Abbadessa e Giuseppe Portale, ed. 2016, p. 3964.

¹²² Tale soluzione si discosta da quella prevista dalla disciplina delle loyalty shares nell'ordinamento francese in cui il voto viene raddoppiato in misura secca all'integrarsi delle condizioni richieste (L225-123, comma 1 del Code de Commerce).

Tuttavia, è necessario rilevare come nella pratica il fatto che una società quotata si avvalga di una premialità ridotta in misura frazionaria rispetto al massimale previsto dalla legge risulti alquanto improbabile, poiché, laddove si intenda attribuire il beneficio ad un azionista fedele, sembra logico lo si faccia nella misura piena¹²³.

D'altra parte, può essere, comunque, ammesso che il margine di discrezionalità concesso dal legislatore nel modellare l'entità della maggiorazione possa ritrovare una specifica utilità allorquando si intenda prevedere un graduale incremento di premialità in relazione al tempo di detenzione delle azioni, applicando, così, al voto maggiorato un meccanismo di funzionamento analogo a quello del voto scalare¹²⁴. Si potrà, ad esempio, prevedere un premio "basso" di un voto ogni quattro azioni detenute per almeno un biennio, un premio "medio" di un voto ogni due azioni per le partecipazioni detenute per almeno un quadriennio e un premio "massimo" di un raddoppio di voto per ogni azione detenuta per almeno un decennio. Si consentirebbe, così, una calibrazione nell'utilizzo dell'istituto che consentirebbe di evitare il rigido meccanismo di duplicazione del voto di derivazione francese.

A precisazione dell'aspetto contenutistico della maggiorazione, ulteriori spazi di autonomia statutaria devono essere modellati tenendo presente la prospettiva della conformità dell'istituto al principio della parità di trattamento tra soci di cui all'art. 92 TUF e della circostanza che l'attribuzione del beneficio è correlata ad un comportamento oggettivo.

Dunque, a livello di presupposto, il beneficio deve riguardare tutti i soci sia titolari di azioni ordinarie che di altra categoria, potendo, però, prevedersi in via discrezionale una clausola che limiti la maggiorazione alle sole azioni ordinarie escludendo dal suo ambito di operatività altre categorie speciali di azioni.

A differenza di quanto sostenuto in passato da un'autorevole dottrina¹²⁵, va escluso, d'altro canto, che la maggiorazione venga introdotta solo in riferimento a categorie

¹²³Tale impostazione sembra andare a sostegno di quella dottrina che ritiene si debbano escludere i decimali di voto non solo per il voto maggiorato, ma anche per l'applicazione dell'istituto del voto plurimo. In tal senso, BUSANI A., SAGLIOCCA M., *Le azioni non si contano ma si "pesano": superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, *Le Società* 10/2014, p.1056.

¹²⁴ BARCELLONA E., *commento sub art. 127-quinquies TUF*, *Le società per azioni commentario* diretto da Abbadessa-Portale, p. 3970.

¹²⁵ Cfr. BUSANI A., SAGLIOCCA M., *Le azioni non si contano ma si "pesano": superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, *Le Società* 10/2014,,

speciali di azioni. Infatti, il preminente scopo di incentivare l'azionariato di lungo periodo comporta che l'elemento più significativo di differenza del voto maggiorato dal corrispondente istituto del voto plurimo, sia rappresentato dal fatto che le azioni cui si applica il premio di maggiorazione non costituiscano una categoria speciale ai sensi dell'art. 2348 c.c. (secondo quanto disposto dall'art. 127-*quinquies*, quinto comma, TUF). Così, se la maggiorazione operasse solo in riferimento a categorie speciali di azioni, le stesse azioni a voto maggiorato si sostanzierebbero in una categoria¹²⁶.

Analogamente a quanto ritenuto in materia di voto plurimo, è invece possibile limitare la maggiorazione del voto solo a determinati contesti decisionali come determinate materie o delibere assembleari¹²⁷.

E' possibile, poi, subordinare gli effetti della maggiorazione al verificarsi di condizioni sospensive o risolutive, purché non meramente potestative¹²⁸, in quanto quest'ultime determinerebbero un'estrema personalizzazione del diritto connesso alle azioni rispetto ad un istituto che opera pur sempre sulla base di un parametro oggettivo.

Ancora, lo stesso comma primo della norma in commento prende in considerazione non solo la misura massima in cui si può sostanziare la maggiorazione, ma anche la definizione della soglia minima del periodo di tempo di titolarità continuativa delle azioni funzionale all'acquisizione del beneficio (*vesting period*), fissato in ventiquattro mesi.

Al riguardo, deve essere escluso che la data di decorrenza del periodo di tempo necessario alla maturazione del beneficio possa riferirsi ad momento precedente all'introduzione della clausola statutaria che prevede il voto maggiorato¹²⁹. Infatti, assumendosi il contrario, verrebbe svuotata di contenuto la disposizione dell'art. 127-*quinquies*, comma 7, ai sensi di cui: *“Qualora la deliberazione di modifica dello statuto sia adottata nel corso del procedimento di quotazione in un mercato regolamentato*

p. 1059, per cui, sul rilievo che la maggiorazione inerisca la persona dell'azionista e non l'azione in sé, si ritiene plausibile pensare che il voto maggiorato sia attribuito dallo statuto non alla generalità degli azionisti, ma solo ai titolari di talune categorie di azioni (ovviamente dotate del diritto di voto): oppure che il voto maggiorato sia esprimibile non sempre, ma solo in certi contesti decisionali.

¹²⁶Cfr. ASSONIME, *Circolare n.10 del 7 aprile 2015, Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Rivista del Notariato* 2015, p.37, per cui A ben vedere, in tali ipotesi, si tratterebbe di un “depotenziamento” dell'effetto della maggiorazione nei limiti previsti dalla legge.

¹²⁷ Ibid,

¹²⁸ Ibid,

¹²⁹ GIAMPAOLINO C. F., *Le azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giur. Comm.* 2015, fasc. I, p.797.

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". Tale disposizione rappresenta, infatti, un incentivo alla quotazione dato che facilita l'integrazione dei requisiti di maggiorazione del voto da parte del socio che promuove l'offerta pubblica di azioni, il quale può di riunire il tempo nel quale ha posseduto le azioni prima della quotazione con quello successivo all'inserimento della clausola statutaria.

La previsione esplicita di tale meccanismo non avrebbe senso se si ammettesse che l'autonomia statutaria si possa spingere fino a fissare una data di decorrenza del vesting period anteriore a quella della modifica statutaria.

D'altro canto, anche per le società quotande, la retrodatazione del vesting period dovrà essere prevista in una forma tale da evitare una sperequazione ex post dei soci che non vengano ad usufruire di essa, perciò potrebbero sollevarsi forti dubbi di legittimità della previsione laddove questa non sia stata introdotta con il voto unanime di tutti i soci. Infatti, la facoltà di retrodatazione per le società quotande non può essere ritenuta sempre e comunque plausibile, dovendosi valutare l'effetto di eventuali disparità tra soci pregressi che questa comporta.

Inoltre, deve essere notato come il legislatore si sia preoccupato di precisare che il beneficio di maggiorazione debba decorrere dalla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 2 dell'art. 127-*quinquies*, ossia un elenco che per definizione non può essere istituito se non per modifica statutaria¹³⁰.

Per tali ragioni, è opportuno ammettere che la soglia di decorrenza del vesting period possa essere a discrezione dei soci solo ritoccata verso l'alto ma non abbassata¹³¹.

In ultimo, è opportuno rilevare come il margine di manovra lasciato all'autonomia statutaria nella definizione degli effetti della maggiorazione comunque deve sottoporsi alla valutazione da parte degli investitori, soprattutto esteri, i quali tendono a ricercare

¹³⁰ Ne consegue che un'interpretazione che ammetta la derogabilità verso il basso della data di decorrenza sarebbe macroscopicamente contraria al dettato della legge.

¹³¹ LA MARCA E., *Azionisti con voto maggiorato: primi spunti*, in "I Battelli del Reno" rivista on-line di diritto ed economia dell'impresa, 26 novembre 2014, p. 6; GIAMPAOLINO C. F., *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, Giurisprudenza commerciale 2015, fasc. I, p. 797; BARCELLONA E., *Commento sub art. 127-quinquies TUF* in *Le Società per Azioni*, diretto da Pietro Abbadessa e Giuseppe Portale, ed. 2016, p.3969.

sistemi normativi ed economici caratterizzati dalla presenza di stabilità dovuta a soluzioni condivise. Perciò, tali soggetti possono essere spinti a non reputare positivamente l'eccessivo distacco dal modello legale.

1.4.3 Introduzione, modifica, eliminazione della clausola di voto maggiorato e correlato diritto di recesso

La competenza alla modifica dello statuto con l'introduzione della clausola facoltizzante l'attribuzione del voto maggiorato, spetta all'assemblea dei soci in sede straordinaria, senza che, a norma dell'art. 127-*quinquies*, comma 6, dalla deliberazione derivi in capo ai soci che non hanno concorso all'assunzione della stessa, il diritto di recesso.

La maggiorazione non può essere prevista per le società quotate che già facciano ricorso ad azioni a voto plurimo e ciò la fine di evitare cumuli tra meccanismi di potenziamento del voto.

La relativa proposta può essere anche presentata da uno o più azionisti attraverso lo strumento dell'integrazione dell'ordine del giorno (art.126-bis, TUF) oppure della convocazione dell'assemblea da parte dei soci (art. 2367 c.c.), poiché la maggiorazione del voto non si ritiene riconducibile alle materie di esclusiva competenza dell'organo amministrativo. Appare, poi, opportuno che in occasione della presentazione della proposta, nelle relazioni degli amministratori ai sensi dell'art. 125-*ter*, TUF, o in quelle dei soci in caso di loro istanza, vengano illustrate in maniera dettagliata le ragioni che giustificano la previsione dell'istituto al fine di consentire un'adeguata ponderazione della relativa proposta da parte degli stessi soci e del mercato¹³².

¹³²ASSONIME, *Circolare n.10 del 7 aprile 2015, Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Rivista del Notariato 2015*, che in tal senso, alla nota 87 sottolinea come La Consob, in data 15 febbraio 2015, abbia richiesto un supplemento di informazioni alle società che hanno introdotto il voto maggiorato (Campari, Astaldi, Amplifon, Maire Tecnimont). Le società hanno pubblicato un'integrazione della relazione degli amministratori per illustrare più chiaramente le motivazioni sottese all'introduzione della maggiorazione, dell'iter decisionale seguito nella formulazione della proposta e sugli effetti dell'introduzione della maggiorazione sugli assetti proprietari dell'emittente. Viene, poi, fatto presente che alcuni investitori istituzionali e proxy advisors hanno manifestato, non solo con riferimento all'ordinamento italiano, una valutazione tendenzialmente negativa degli strumenti che, come nel caso della maggiorazione di voto, consentono il superamento del principio on share one vote. Sul punto: Nota

Allo scopo di incentivare l'utilizzo dell'istituto, l'art. 20, comma 1-bis, del Decreto Legge 24/06/2014, n.91 ha inoltre previsto che *“le deliberazioni di modifica dello statuto assunte entro il 31 gennaio 2015 da società aventi titoli quotati nel mercato regolamentare italiano iscritte nel registro delle imprese alla data di entrata in vigore della legge di conversione del [...] decreto [...] sono prese, anche in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno la maggioranza del capitale rappresentato in assemblea”*. Quest'ultima norma ha stabilito, dunque, nella specifica circostanza riferita, l'applicazione del quorum deliberativo dell'assemblea ordinaria, dando la possibilità agli azionisti di controllo delle società quotate la facoltà di imporre ai soci di minoranza della società il conseguente meccanismo del potenziamento di voto. Da qui, gli effetti della disposizione sono stati criticati¹³³ per l'eccessivo pregiudizio che poteva comportare in capo agli azionisti di breve periodo, anche perché, a livello normativo, non risulta ragionevole l'inversione di rotta del legislatore rispetto alla norma dettata per l'introduzione del voto multiplo nelle società non quotate dove il quorum è stato al contrario rafforzato.

D'altra parte, a fondamento dell'istituto si pongono considerazioni di finanza pubblica consistenti essenzialmente nel consentire allo Stato di fare cassa diluendone la partecipazione in società pubbliche senza, però, diminuire la situazione di potere dello Stato in codeste società¹³⁴.

Bisogna, tuttavia, ritenere come la rilevanza pratica della questione sollevata in merito alla norma sia stata sostanzialmente nulla in relazione alle uniche tre società italiane, nello specifico Amplifon, Campari e Astaldi¹³⁵, che hanno approvato le relative delibere

tecnica Assogestioni, le raccomandazioni di voto di ISS, GlassLewis and Frontis Governance e la posizione di ICGN-International Corporate Governance Networks.

¹³³ BARCELLONA E., *Commento sub art. 127-quinquies TUF* in *Le Società per Azioni*, diretto da Pietro Abbadessa e Giuseppe Portale, ed. 2016, p.3968.

¹³⁴ ANGELICI C., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giurisprudenza Commerciale* 2015, fasc. 1, p. 214

¹³⁵ Solo tre sono gli emittenti (Amplifon, Astaldi e Campari) che hanno inteso avvalersi dell'agevolazione, convocando l'assemblea per una data antecedente al 31 gennaio; ma si tratta di società caratterizzate dalla presenza di un azionista che già ne detiene il controllo di diritto, sicché l'agevolazione aggiunge abbastanza poco rispetto alla possibilità che avrebbe avuto tale azionista di far approvare la modifica statutaria, atteso che in tutti casi la dimensione della partecipazione di controllo è tale da far ragionevolmente presumere –se si tiene conto del fisiologico assenteismo assembleare e del fatto che la maggioranza dei due terzi richiesta dall'art. 2368 c.c. va pur sempre calcolata sul capitale rappresentato in assemblea- che anche il quorum deliberativo rafforzato sarebbe stato egualmente soddisfatto. Tale previsione ha anzi trovato puntuale conferma negli esiti delle assemblee, intervenuti quando il presente

di inserimento della clausola di maggiorazione di voto, data l'ampia condivisione espressa dai soci sul punto.

Ampie ed incisive critiche sono state, invece, sollevate in dottrina per quanto riguarda l'esclusione del diritto di recesso ex art. 2437 c.c. a seguito della delibera di modifica dello statuto con cui vengono inserite le azioni di fedeltà. In particolar modo, è stato fatto osservare come la norma possa dare adito a dubbi di legittimità costituzionale per violazione della proprietà protetta all'art. 42 Cost., dato che sembra eccessiva la deroga alla facoltà di recesso concessa al socio nella disciplina ordinaria dell'art. 2437 c.c., che in relazione al diritto di voto sancisce alla lettera g) *“Hanno diritto di recedere, per tutte o parte delle loro azioni, i soci che non hanno concorso alle deliberazioni riguardanti [...]le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione”*.

Infatti, nel caso in cui la maggiorazione premi anche il possesso anteriore in riferimento a società in corso di quotazione, chi ha acquistato delle azioni da almeno due anni si viene a trovare nella situazione di aver acquistato un titolo accompagnato da un certo diritto di voto che, in conseguenza del meccanismo di maggiorazione, viene a perdere di valore¹³⁶.

Oltretutto è stata sostenuta la dubbia legittimità costituzionale anche dal punto di vista della ragionevolezza di cui all'art. 3 Costituzione, in quanto la norma sembra apparire distonica rispetto al contesto disciplinare in cui va ad inserirsi. Si può considerare, in tal senso, che la vicenda contraria della soppressione di una clausola di maggiorazione e la perdita del voto corrispondente non sono disciplinate da una norma di segno analogo e vanno, dunque, ricondotti all'ambito di applicabilità residuale dell'art. 2437 c.c.¹³⁷.

Va riportato, poi, come il dettato della norma riprenda quella prevista in materia di maggiorazione del dividendo dell'art. 127-*quater*, TUF e possa essere, comunque, giustificata riconducendola al carattere instabile dell'istituto, dipendendo il voto

lavoro era già in bozze; come si apprende dai comunicati stampa, pubblicati sui siti degli emittenti, in tutti e tre i casi la delibera di introduzione della maggiorazione è stata approvata con il voto favorevole di più dei 2/3 del capitale sociale rappresentato (in Amplifon con il 69,9%, in Astaldi con il 71,47%, in Campari con il 76,1%. Cit. GUIZZI G., La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica, in *Il Corriere Giuridico* 2/2015, nota 24.

¹³⁶ Sul tema LIBERTINI M., Voto maggiorato, plurimo e modifiche OPA, seminario su voto maggiorato, in *Giurisprudenza Commerciale* 2015, fasc. I, p. 247.

¹³⁷ Cfr. GUIZZI G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corriere Giuridico* 2/2015, p.159.

maggiorato dalla maturazione del vesting period ed essendo sottoposto al vincolo di intrasferibilità delle azioni per beneficiarne degli effetti¹³⁸.

Nonostante dalla lettera del disposto non trapelino dubbi circa l'ambito di applicabilità, è stato, poi, ipotizzato in dottrina¹³⁹ che la maggiorazione debba valere per il caso in cui la relativa clausola statutaria si riferisca a tutte le azioni emesse, mentre, laddove sia limitata solo ad una o più categorie di azioni ovvero nel caso di modifica ed eliminazione della clausola, potrebbe ritornare applicabile l'art. 2437, primo comma, lettera g).

Per quanto riguarda la prima ipotesi, a fondamento dell'applicazione del diritto di recesso si potrebbe assumere che la clausola di voto maggiorato, se sancita solo relativamente a determinate categorie di azioni, determinerebbe l'esclusione programmatica di alcuni soci dalla maggiorazione con la conseguenza di esporre quest'ultimi al rischio della riduzione percentuale dei voti esercitati¹⁴⁰.

Inoltre, si potrebbe notare la circostanza che l'esclusione del recesso è stata prevista solo in riferimento alle delibere che introducono il beneficio in questione, ma non per quelle totalmente o parzialmente ablativo. Ciò porterebbe a ritenere che, a seguito dell'importanza assunta dalla figura del recesso nel diritto delle società di capitali riformato, si debbano ritenere eccezionali le norme che ne limitano l'esercizio, dunque dovendosi interpretare restrittivamente la portata dell'art.127-*quinquies*, TUF. Da ciò si

¹³⁸ POLLASTRO I., *Voto plurimo e voto maggiorato: prime considerazioni su ricadute e prospettive*, in Nuovo d. soc. 2015, p.43.

¹³⁹ In tal senso, MARCHISIO E., *La maggiorazione del voto (art.127-quinquies TUF): r̀compense al socio "stabile" o truceage del socio di controllo?*, Banca, borsa, titoli di credito, fasc.I, 2015, p. 108; MASSELLA DUCCI TERI B., *Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, RDC 2014, p.465; GUIZZI G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in Corriere Giuridico 2/2015, p.161; ASSONIME, *Circolare n.10 del 7 aprile 2015, Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in Rivista del Notariato 2015, p.42; VENTORUZZO M., *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in Giur. comm., fasc. 3, 2015, p.15; GIAMPAOLINO C. F., *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, Giurisprudenza commerciale 2015, fasc. I, p. 794.

¹⁴⁰ Cfr. MARCHISIO E., *La maggiorazione del voto (art.127-quinquies TUF): r̀compense al socio "stabile" o truceage del socio di controllo?*, Banca, borsa, titoli di credito, fasc.I, 2015, p. 110. D'altro canto, fa notare GUIZZI G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in Corriere Giuridico 2/2015. p. 161, che in riferimento alle vicende della modifica o della soppressione della clausola di maggiorazione, la stessa impostazione viene confortata dalla logica per cui, il ripristino del diritto di recesso nelle vicende considerate potrebbe consentire una rilettura della stessa portata dell'art. 127-quinquies, comma 6, nel senso non già di escludere il recesso, ma di differirne l'effetto ad un momento successivo in cui esso possa essere esperito quale contropotere a tutela di un diritto di voto potenziato effettivamente maturatosi.

dovrebbe riferire l'esclusione del recesso solo a quanto testualmente stabilito dalla norma¹⁴¹, ossia al momento dell'introduzione del voto maggiorato.

Nonostante le valide ragioni a sostegno di queste impostazioni dottrinarie, le conclusioni che devono essere accolte sono di segno contrario. Infatti, da una parte, dalla lettura dell'art. 147-*quinquies*, TUF non si può legittimare la sussistenza di un diritto di recesso laddove riguardi solo parte delle azioni della società: non tanto perché in via astratta non sia riconducibile ad un'ipotesi modificativa dei diritti di voto, quanto perché la disposizione sul punto non lascia margini di interpretazione differenti, costituendo un'espressa deroga ex lege all'art. 2437, comma primo, c.c.¹⁴²

A conclusione, invece, del dibattito sull'ammissibilità del recesso del socio nell'ipotesi di una delibera che modifichi o elimini il beneficio del voto maggiorato, deve essere considerato che il legislatore, avendo sottratto al recesso l'ordinaria ipotesi della delibera introduttiva, abbia inteso a maggior ragione sottrarre anche le vicende ablativo che, ripristinando la normalità, riattivano l'originaria libertà di investimento o disinvestimento. Sarebbe del tutto irrazionale assumere che il legislatore abbia operato una discriminazione tra il regime normativo previsto per gli effetti maggiormente dirompenti delle delibere introduttive rispetto ai più contenuti effetti di ripristino delle condizioni di partenza previsti dalle delibere ablativo¹⁴³.

Date, comunque, le numerose problematiche sollevate in relazione alle vicende dell'introduzione, modifica o eliminazione della clausola di voto maggiorato, è stato anche auspicato che l'introduzione del voto maggiorato sia in futuro sottoposta ad un'approvazione a quorum assembleare rafforzato, presumibilmente un quorum di 2/3, al fine di agevolare l'esplicazione di un potere di veto della minoranza societaria che ritenga di essere pregiudicata dall'istituto in considerazione¹⁴⁴.

Ancora, sempre in relazione alla necessità di protezione dei soci di minoranza contro gli abusi della maggioranza, è questione tutt'oggi aperta se le delibere di modificazione o di eliminazione della clausola di voto maggiorato debbano essere ricondotte all'ambito

¹⁴¹ Cfr. MASSELLA DUCCI TERI B., *Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, RDC 2014, p.486.

¹⁴² DELL'OSSO A., *Commento sub art. 127-quinquies TUF*, in Codice delle società 2016, commentario a cura di Niccolò Abriani, Utet ed. 2016, p. 3365 ss.

¹⁴³ BARCELLONA E., *Commento sub art. 127-quinquies TUF* in *Le Società per Azioni*, diretto da Pietro Abbadessa e Giuseppe Portale, ed. 2016, p. 3363.

¹⁴⁴ VENTORUZZO M., *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. comm.*, fasc. 3, 2015, p.524.

di applicabilità dell'art. 2376 c.c., il quale prevede al primo comma che *“Se esistono diverse categorie di azioni o strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi, le deliberazioni dell'assemblea, che pregiudicano i diritti di una di esse, devono essere approvate anche dall'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata. Alle assemblee speciali si applicano le disposizioni relative alle assemblee straordinarie”*.

Sebbene, come già riportato, le azioni a voto maggiorato per esplicita previsione normativa non costituiscono una categoria speciale di azioni, da cui discende necessariamente che la delibera di introduzione non richiede alcuna approvazione da parte di assemblea speciale ex art. 2376 c.c., considerazioni diverse possono valere per quanto riguarda le delibere di modifica o di eliminazione del beneficio. Se, infatti, al momento dell'introduzione non si determinano disequaglianze formali tra soci poiché tutti possono ambire al premio di maggiorazione¹⁴⁵, negli altri due casi, si può determinare un rischio di conflitto di interessi fra, da una parte, un socio di maggioranza che intenda eliminare il beneficio o renderne più gravoso il relativo esercizio, e, dall'altra, soci di minoranza leali che, date le limitate partecipazioni, non abbiano il potere di ostacolare l'intento del socio di maggioranza.

Al fine di porre rimedio a tali situazioni che si prestano ad abusi della maggioranza, una possibile soluzione sarebbe quella di condizionare l'efficacia delle delibere di modifica o rimozione del voto maggiorato all'approvazione da parte di un'assemblea speciale dei soci che dispongono del relativo diritto¹⁴⁶.

Tale conclusione sembrerebbe meritevole di essere accolta, ma nel dubbio di interpretazione della disciplina, è possibile, per il momento, auspicare che sia la stessa autonomia statutaria ad introdurre una regolamentazione specifica per porre rimedio ad rischio di conflitto di interessi di questo genere.

¹⁴⁵ ASSONIME, *Circolare n.10 del 7 aprile 2015, Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Rivista del Notariato* 2015, p. 38.

¹⁴⁶ BARCELLONA E., *Commento sub art. 127-quinquies TUF* in *Le Società per Azioni*, diretto da Pietro Abbadessa e Giuseppe Portale, ed. 2016, p. 3366. Lo stesso autore suggerisce anche di inserire una previsione statutaria che preveda l'approvazione dell'assemblea speciale nelle suddette ipotesi o, in alternativa, che disciplini le vicende dell'eliminazione o modifica del diritto di voto richiedendo espressamente solo l'approvazione dell'assemblea speciale, cosicché i soci possano essere messi nella condizione di valutare sin dall'inizio il rischio di instabilità del beneficio.

1.4.4 Effetti della maggioranza sui quorum assembleari e sugli altri diritti sociali

Di particolare rilievo sul piano della prassi applicativa è l'art. 127-*quinquies*, ottavo comma, TUF, che sancisce due distinte regole, ossia che (i) la maggioranza di voto si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale, pur ammettendosi che lo statuto disponga diversamente sul punto, e (ii) quella per cui la maggioranza non ha effetto sui diritti diversi dal voto spettanti in forza del possesso di determinate aliquote del capitale sociale.

Per quanto riguarda la prima regola, ha sollevato dubbi interpretativi l'utilizzo del termine "determinazione", dato che il legislatore, laddove ha inteso disciplinare le modalità di calcolo dei quorum, ha sempre fatto uso di termini diversi. Ad esempio, si può pensare all'art. 2357-ter comma 2, per il computo delle azioni proprie in cui l'espressione utilizzata è quella di "calcolo" dei quorum o a quella di cui all'art. 2368 c.c. ultimo comma, in riferimento alle azioni in dichiarato conflitto di interessi per le quali il diritto di voto non sia esercitato, da computare anch'esse nel "calcolo" della quota di capitale richiesta per l'approvazione della deliberazione.

Ebbene, l'impiego del termine in questione non è casuale poiché bisogna considerare la norma come volta ad integrare le regole di determinazione delle soglie e non solo ad imporre un certo computo per la verifica del raggiungimento delle soglie medesime. Ciò significa che la soglia da raggiungere per l'integrazione sia dei quorum costitutivi che deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale andrà "determinata" comprendendo al denominatore (ossia il capitale sociale) tutti i voti potenzialmente esprimibili, anche per effetto della maggioranza, laddove i diritti di voto maggiorato andranno anche "computati" ai fini della verifica del raggiungimento delle soglie stabilite¹⁴⁷. Tale impostazione viene confermata, poi, dalla lettera dell'art. 120, comma 1, TUF ai sensi di cui: " *Ai fini della presente sezione, per capitale di società per azioni si intende quello rappresentato da azioni con diritto di voto. Nelle società i cui statuti*

¹⁴⁷LA MARCA E., *Azionisti con voto maggiorato: primi spunti*, in "I Battelli del Reno" rivista on-line di diritto ed economia dell'impresa, 26 novembre 2014, p.10.

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". Infatti, anche se tale disposizione si riferisce agli assetti proprietari, non si può non assumere che questa trovi significative corrispondenze negli assetti di potere assembleare determinati dai quorum.

Il fatto che la maggiorazione di voto vada ad aumentare la base di calcolo dei quorum determina necessariamente un'attenuazione degli effetti della stessa maggiorazione in termini di incremento del potere di voto, così, la soglia da raggiungere verrà ad aumentare a parità di peso di voto¹⁴⁸.

Un altro aspetto problematico connesso alla prima parte del disposto in commento è la definizione dei limiti all'autonomia statutaria, dato che la norma fa salva la possibilità per lo statuto di disporre diversamente.

L'espressione sembrerebbe lasciare allo statuto la facoltà di annullare gli effetti del voto maggiorato ai fini del calcolo di qualunque quorum deliberativo o costitutivo definito in termini di aliquote del capitale sociale, consentendo di tornare a far riferimento al capitale sociale tout court e non al voting capital.

Senonché, un'interpretazione del concetto di diversità così ampia finirebbe per svuotare di significato la previsione dell'istituto, soprattutto se si considera che gli effetti più significativi del voto maggiorato si esplicano sul quorum deliberativo¹⁴⁹. Del resto, la previsione statutaria che escludesse il computo del voto maggiorato sia in termini di costituzione, che di approvazione della delibera in sede assembleare finirebbe per rendere sostanzialmente nullo il beneficio del potenziamento di voto a favore dei possessori dei relativi titoli azionari. Alla luce della potenziale illogicità è, dunque, indispensabile una lettura correttiva della norma.

Innanzitutto sarà possibile derogare al computo del premio di maggiorazione nei quorum deliberativi/costitutivi dell'assemblea straordinaria ma l'autonomia statutaria

¹⁴⁸ ASSONIME, *Circolare n.10 del 7 aprile 2015, Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Rivista del Notariato* 2015, p. 53. Anche se, a contraltare, vi è da aggiungere che l'innalzamento della soglia pesa sempre in ragione di una determinata frazione come, ad esempio, un quinto, un terzo, mentre il voto maggiorato pesa per intero nel computo dei voti favorevoli.

¹⁴⁹ Cfr. MARCHISIO E., *La maggiorazione del voto (art.127-quinquies TUF): r̀ecompenze al socio "stabile" o trucage del socio di controllo?*, Banca, borsa, titoli di credito, fasc.I, 2015, p. 83 ss.

non potrà spingersi fino al punto di escludere totalmente il voto maggiorato nel computo dei quorum dell'assemblea ordinaria¹⁵⁰.

In secondo luogo, lo statuto potrà disporre che il voto maggiorato non incida sulla determinazione dei quorum con riferimento a determinate materie, attribuendo ai possessori delle azioni in questione un diritto di voto "selettivamente maggiorato" valevole solo per parte delle decisioni da prendere in sede assembleare, ovvero "diversamente maggiorato", ossia con un potere di voto differenziato nella sua portata a seconda delle delibere¹⁵¹.

Passando, poi, alla seconda parte dell'art. 127-*quinquies*, ottavo comma, vi è da notare una preclusione categorica per la maggiorazione di esplicitare effetti su diritti diversi dal voto come, ad esempio, il diritto di impugnativa delle delibere, il diritto di provocare indagini da parte del collegio sindacale su fatti censurabili, il diritto di denunciare gravi irregolarità, etc. In tutti questi casi, con norma pacificamente imperativa il legislatore stabilisce che il calcolo debba continuare a farsi su aliquote del capitale sociale tout court¹⁵².

1.4.5 Rinuncia al beneficio della maggiorazione ed eventuali effetti derivanti dall'assenza della clausola di rinunciabilità

Il titolare delle azioni a voto maggiorato può irrevocabilmente rinunciare in tutto o in parte a detto beneficio. In tal senso l'art. 127-*quinquies*, primo comma, ultima parte, TUF, dispone che: "*gli statuti possono altresì prevedere che colui al quale spetta il*

¹⁵⁰ BARCELLONA E. e MARCHISIO E., *La maggiorazione del voto (art.127-quinquies TUF): r compense al socio "stabile" o truccage del socio di controllo?*, Banca, borsa, titoli di credito, fasc.I, 2015 p.83 ss.

¹⁵¹ Cfr. DELL'OSSO A., *Commento sub art. 127-quinquies TUF*, in Codice delle societ  2016, commentario a cura di Niccol  Abriani, Utet ed. 2016, p. 3365 ss. e MARCHISIO E., *La maggiorazione del voto (art.127-quinquies TUF): r compense al socio "stabile" o truccage del socio di controllo?*, Banca, borsa, titoli di credito, fasc.I, 2015. Quest'ultimo autore fa notare come sempre riguardo all'assemblea ordinaria, un'ulteriore alternativa sarebbe quella di computare il voto maggiorato solo ai fini del quorum costitutivo o solo ai fini di quello deliberativo

¹⁵² Sul punto concordi: BARCELLONA E., *Commento sub art. 127-quinquies TUF* in *Le Societ  per Azioni*, diretto da Pietro Abbadessa e Giuseppe Portale, ed. 2016, p. 3369; GUIZZI G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle societ  quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corriere Giuridico* 2/2015, p.156; MARCHISIO E., *La maggiorazione del voto (art.127-quinquies TUF): r compense al socio "stabile" o truccage del socio di controllo?*, Banca, borsa, titoli di credito, fasc.I, 2015, p.83 ss.

diritto di voto possa irrevocabilmente rinunciare, in tutto o in parte, al voto maggiorato”, da cui discende che il beneficio della maggiorazione non esplica necessariamente i propri effetti in maniera automatica.

Il legislatore non ha inteso riferirsi alla rinuncia come al fatto del non esercizio del diritto, bensì all’atto giuridico con il quale il socio manifesta espressamente la sua intenzione, il quale, anche in virtù dell’art. 1334 c.c., deve essere sottoposto a qualche forma di pubblicità¹⁵³.

Per quanto riguarda la definizione del momento temporale in cui possa essere manifestata la rinuncia, in mancanza di previsione espressa, deve ritenersi che essa possa essere esercitata non solo all’acquisto della maggiorazione, ma anche successivamente.

A sostegno di questa conclusione può essere notato come l’art. 106, comma 3-*quater*, TUF prevede che l’obbligo di OPA incrementale non si applichi alle PMI a condizione che ciò sia previsto nello statuto sino alla data dell’assemblea convocata per approvare il bilancio relativo al quinto esercizio successivo alla quotazione. Tale disposizione consente, in altre parole, di sospendere l’obbligo di OPA incrementale per la durata di un quinquennio, sorgendo la questione se, una volta decorso tale periodo, l’obbligo di OPA venga meno qualora l’incremento dei diritti di voto sia rientrato nei limiti dell’art. 106, comma 3, lett.b. A tale quesito deve essere data risposta positiva perché di sicuro più funzionale a garantire la contendibilità della società e perché si presta a raccordarsi con la previsione della facoltà di rinuncia successiva alla maggiorazione. In questo modo, si consentirebbe, infatti, l’utilizzo del voto maggiorato per il quinquennio di sospensione dell’obbligo di OPA, per poi, potendosi ricorrere alla rinuncia successiva parziale, ridurre i diritti di voto in maniera da rientrare nella soglia dell’art. 106, comma 3, lett.b, TUF, ed evitare l’obbligo di OPA incrementale¹⁵⁴.

Secondo, poi, l’impostazione dottrina dominante, la rinuncia esercitata è sempre irrevocabile e comporta la definitiva decadenza dalla maggiorazione, a meno che il

¹⁵³ Ibid,

¹⁵⁴ Cfr. MARCHISIO E., *La maggiorazione del voto (art.127-quinquies TUF): r compense al socio “stabile” o trucage del socio di controllo?*, Banca, borsa, titoli di credito, fasc.I, 2015, p. 108.

socio soddisfi in un secondo periodo il requisito dell'appartenenza ininterrotta per almeno ventiquattro mesi¹⁵⁵.

Una conclusione contraria porterebbe a configurare una rinuncia ad acquisire nel futuro un voto nuovamente maggiorato e sarebbe caratterizzata da un eccessivo formalismo¹⁵⁶.

Prendendo, poi, in esame la formulazione della disposizione, essa non risulta particolarmente felice, perché ad una prima lettura, appare consentire la facoltà di rinuncia solo se espressamente prevista nello statuto.

In verità, partendo dalla considerazione che il voto maggiorato consiste in un diritto collegato alla persona del socio, bisogna ritenere che la maggiorazione sia liberamente disponibile da quest'ultimo anche in termini di rinuncia. Conseguente che la rinunciabilità non possa essere esclusa nemmeno di fronte alla mancata previsione nello statuto in ossequio al principio generale per cui i diritti, assoluti o relativi che siano, sono sempre estinguibili tramite rinuncia da parte del loro titolare¹⁵⁷. Se così è, lo statuto potrebbe non già escludere la rinuncia ma solo disciplinarne le modalità di comunicazione e modularne gli effetti nell'unico senso ammissibile, ossia estendere il carattere irrevocabile della rinuncia escludendo la possibilità di far decorrere nuovamente il termine utile ai fini della maggiorazione per quelle stesse azioni per cui la rinuncia è intervenuta. Peraltro, tale lettura porta a confortare la tesi sopra sostenuta per cui, nel silenzio dello statuto, la rinuncia alla prerogativa del voto potenziato può essere riacquisita in riferimento alle stesse azioni per cui sia stata esercitata la rinuncia¹⁵⁸.

¹⁵⁵ MARCHETTI P., MOSCA C., in Consob, *Proposte di modifiche al regolamento emittenti in materia di voto plurimo. Esiti della consultazione*.

¹⁵⁶ LA MARCA E., *Azionisti con voto maggiorato: primi spunti*, in "I Battelli del Reno" rivista on-line di diritto ed economia dell'impresa, 26 novembre 2014, p.7, secondo cui a sostegno di ciò, si può pensare al caso di un socio che a seguito alla rinuncia al voto maggiorato venda la propria partecipazione per poi acquisirne una nuova rispetto alla quale maturi nuovamente il premio. Non si potrebbe in questo caso impedire al socio di usufruire degli effetti della maggiorazione rispetto alla nuova partecipazione sebbene esso abbia già esercitato la rinuncia per una diversa partecipazione societaria. Così, apparirebbe sostanzialmente illogico costringere un socio a vendere con la mano sinistra azioni e comprarne altrettante con la mano destra per ottenerne l'iscrizione nell'elenco

¹⁵⁷ GUIZZI G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corriere Giuridico* 2/2015, p.157. Così anche ASSONIME, *Circolare n.10 del 7 aprile 2015, Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Rivista del Notariato* 2015, p.51, LA MARCA E., *Azionisti con voto maggiorato: primi spunti*, in "I Battelli del Reno" rivista on-line di diritto ed economia dell'impresa, 26 novembre 2014, p.7

¹⁵⁸ Ibid,

Passando oltre le questioni teoriche sul tema, per quanto riguarda gli effetti della rinuncia, questa comporta la cancellazione dall'elenco delle azioni per le quali è stata esperita e la conseguente riduzione del numero complessivo dei diritti di voto circolanti con riferimento ai quali vengono assolti gli obblighi di comunicazione da parte dell'emittente ai sensi dell'art. 85-bis, comma 4-bis, RE e ai fini del calcolo delle soglie per le comunicazioni delle partecipazioni rilevanti e degli obblighi di OPA¹⁵⁹.

Proprio in riferimento all'OPA, sembra interessante riportare come la rinuncia rappresenti più che altro uno strumento funzionale ad evitare il superamento di soglie rilevanti senza far ricorso alla cessione di partecipazioni. Di rilievo, in tal senso, è l'art. 49, comma 1, lett. e, RE che stabilisce, ai fini dell'esenzione dall'obbligo di OPA, oltre alla cessione della partecipazione in eccedenza, anche la "riduzione" dei diritti di voto eccedenti, riduzione che sembra proprio far riferimento alla possibilità di rinunciare alla maggiorazione conseguente alla sua maturazione¹⁶⁰.

Vi è in ultimo da rilevare come, in via di prassi, di fronte al dubbio interpretativo per cui non è esattamente chiaro se la rinuncia possa essere esercitata indipendentemente dal fatto che sia prevista tramite specifica clausola statutaria, la compagine proprietaria di un emittente quotato difficilmente scorderà di inserire nello statuto la clausola di rinunciabilità al voto maggiorato in presenza di un socio rilevante esposto al rischio di OPA per effetto della maggiorazione¹⁶¹.

1.4.6 La perdita e la conservazione della maggiorazione di voto: questioni interpretative e problematica della record date

Con riferimento alla perdita del voto maggiorato, la prima parte dell'art. 127-*quinquies*, comma terzo, TUF, stabilisce 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*

¹⁵⁹ In tal senso, MARCHETTI P., MOSCA C., Risposta alla consultazione della Consob del 5 novembre 2014.

¹⁶⁰ ASSONIME, *Circolare n.10 del 7 aprile 2015, Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in Rivista del Notariato 2015, p. 52.

¹⁶¹ BARCELLONA E., *Commento sub art. 127-quinquies TUF* in *Le Società per Azioni*, diretto da Pietro Abbadesse e Giuseppe Portale, ed. 2016, p.3977.

detengono azioni a voto maggiorato in misura superiore alla soglia prevista dall'articolo 120, comma 2, comporta la perdita della maggiorazione del voto”.

La norma, dunque, ribadisce che il beneficio della maggiorazione è giustificato solo in virtù dell'appartenenza continuata delle azioni a voto maggiorato e che il premio di maggiorazione viene meno anche nel caso di trasferimento ad altro azionista fedele, proprio perché è l'azionista a determinare le condizioni d'acquisto del diritto e non il titolo in sé a portare il diritto¹⁶². Peraltro, da un approccio sostanzialista che caratterizza la prima parte del disposto, si passa ad approccio formale nella seconda parte in cui viene previsto che nelle ipotesi della successione per causa di morte, di fusione o scissione, non viene meno il voto maggiorato, seppur anche in questi casi si abbia un cambiamento dell'identità del titolare delle azioni.

Viene, poi, effettuata una distinzione tra la cessione diretta e quella indiretta. Per quanto riguarda la prima, si determina una perdita automatica della maggiorazione al trasferimento del diritto legittimante il beneficio sulle *loyalty shares* non lasciandosi spazi a dubbi interpretativi sul punto.

D'altra parte, maggiori problematiche sono connesse all'ipotesi della perdita del beneficio derivante da una cessione indiretta, per cui è la stessa lettera della norma a ricondurre l'effetto della perdita automatica del voto maggiorato al concretizzarsi di due distinte condizioni: (i) il fatto che oggetto di trasferimento sia una partecipazione di controllo nella società emittente; (ii) che le azioni a voto maggiorato detenute dalla società quotata siano di ammontare superiore alla soglia del tre per cento di cui all'art. 120, comma 2, TUF, da innalzare al cinque per cento del capitale votante nel caso in cui la società rientri nella definizione di PMI di cui all'art. 1, comma 1, lett. *w-quater* TUF. Considerando la nozione di partecipazione di controllo sub (i), essa corrisponde a quella fornita dall'art. 93 TUF, che identifica una partecipazione di tal tipo non solo nel caso in cui la suddetta partecipazione consenta di esercitare un controllo di diritto, ma anche laddove consenta di esplicare un'influenza dominante sulla società in base ad una clausola statutaria di un contratto o di accordi con altri soci.

¹⁶² Cfr. LA MARCA E., *Azionisti con voto maggiorato: primi spunti*, in “I Battelli del Reno” rivista on-line di diritto ed economia dell'impresa, 26 novembre 2014, p.10.

Ne deriva, che la fattispecie della cessione indiretta sia integrata, non solo nel caso del trasferimento di una partecipazione cui è connesso un controllo di diritto¹⁶³, ma anche nel caso in cui venga trasferito un controllo di mero fatto¹⁶⁴.

Passando, invece, all'analisi della seconda condizione sub (ii) bisogna riscontrare come il legislatore abbia assunto quale criterio discretivo dei trasferimenti indiretti rilevanti rispetto a quelli irrilevanti, quello della significatività o meno della partecipazione maggiorata¹⁶⁵. Tale disciplina consente, così, di monetizzare sul voto potenziato trasferito all'acquirente anche in maniera piuttosto significativa laddove si tratti dell'alta soglia del 5% prevista per le PMI.

Tuttavia, sembrerebbe che il legislatore abbia inteso tutelare con questa norma non tanto l'investimento di lungo periodo, quanto la conservazione della composizione della proprietà della società che ha adottato il voto maggiorato. Si può riscontrare, infatti, come nel caso di cessione di una holding di partecipazioni tra cui rientrano anche quelle a voto maggiorato, è possibile che la holding sia oggetto di acquisizione proprio in quanto holding di lungo periodo e che né il vecchio né il nuovo titolare avessero inteso o intendessero disporre di azioni a voto maggiorato¹⁶⁶, cosicché, in ipotesi come questa, la cessione del controllo non ha nulla a che fare con il disinvestimento nella società quotata.

Rispetto a tale profilo di criticità appare sostanzialmente che, nonostante il criterio discretivo sia di semplice applicazione, esso determini un eccessivo ricorso all'effetto della perdita del beneficio per il trasferimento indiretto di partecipazioni sopra soglia, rischiando di estenderlo anche a casi in cui tali trasferimenti possano essere giudicati coerenti rispetto alla finalità di favorire l'azionato di lungo termine¹⁶⁷.

In relazione a ciò, si può pensare anche a trasferimenti infragruppo determinatisi per esigenze di riorganizzazione interna degli assetti di controllo, i quali non intaccano la

¹⁶³ Lo statuto di Maire Tecnimont attribuisce rilevanza solo al trasferimento del controllo di diritto ex art. 2359 comma 1, c.c.

¹⁶⁴ Ibid,

¹⁶⁵ Cfr. LA MARCA E., *Azionisti con voto maggiorato: primi spunti*, in "I Battelli del Reno" rivista on-line di diritto ed economia dell'impresa, 26 novembre 2014, il quale fa notare come, ad esempio, la cessione del controllo di una società che abbia l'1% delle azioni a voto maggiorato non determina la perdita della maggioranza e la vendita della partecipazione di controllo in quella società e lascia il voto maggiorato, così come cessioni infragruppo operate dalla stessa società.

¹⁶⁶ Cit. GIAMPAOLINO C. F., *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, Giurisprudenza commerciale 2015, fasc. I, p. 795.

¹⁶⁷ Ibid,

loyalty del socio sostanziale¹⁶⁸. Di conseguenza, è stato ritenuto da autorevole dottrina¹⁶⁹ che i trasferimenti infragrupo potrebbero essere assimilati alle operazioni di fusione e scissione che comportano un mutamento della titolarità all'interno di un processo meramente riorganizzativo, così da escludersi per i trasferimenti infragrupo la perdita della maggioranza analogamente a quanto accade per tali operazioni straordinarie.

In tale prospettiva, potrebbe svolgere un ruolo determinante l'autonomia statutaria la quale potrebbe spingersi fino a prevedere una condizione sostanziale d'appartenenza, mutuando le clausole che ammettono la circolazione infragrupo delle azioni in presenza di divieti di circolazione, c.d. clausole di change of control¹⁷⁰. Per il tramite di esse, il nuovo socio voterebbe con voto maggiorato ancorché la condizione sia maturata in capo ad un diverso soggetto facente parte del gruppo, prevedendosi nel registro dell'emittente una nuova indicazione del titolare che succede al precedente ma in continuità per quanto riguarda il periodo di appartenenza¹⁷¹.

Oltretutto, il criterio della significatività della partecipazione, non appare logico anche rispetto alla sua concreta applicazione nell'ambito dei trasferimenti sotto soglia. Infatti, rimarrebbe sempre possibile incorporare suddette partecipazioni a voto maggiorato in uno specifico veicolo societario volto a trasferire nei confronti di terzi le partecipazioni

¹⁶⁸ Si immagini, ad esempio, che A detenga il controllo di B, la quale a sua volta detenga loyalty shares di C. E si immagini che A trasferisca l'intera partecipazione in C ad una società D, a sua volta controllata da A. Non si determinerebbe un cambio sostanziale nell'identità del socio che usufruisce delle azioni a voto maggiorato.

¹⁶⁹ Cfr. ASSONIME, *Circolare n.10 del 7 aprile 2015, Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Rivista del Notariato* 2015, Cit. p.45.

¹⁷⁰ L'art. 6 dello statuto campari per la cessione diretta prevede che "Nel caso i cui il diritto reale legittimante sia trasferito per successione per causa di morte ovvero per effetto di un trasferimento a titolo gratuito in forza di un patto di famiglia ovvero per effetto di un trasferimento a titolo gratuito a favore di un ente (quale, ad esempio, trust, fondo patrimoniale o fondazione) di cui lo stesso trasferente o i suoi eredi legittimari siano beneficiari, gli aventi causa hanno diritto di chiedere l'iscrizione con la stessa anzianità d'iscrizione della persona fisica dante causa (con conseguente conservazione del beneficio del voto doppio ove già maturato)".

¹⁷¹ GIAMPAOLINO C. F., *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, *Giurisprudenza commerciale* 2015, fasc. I, p.794, il quale fa notare che, nonostante la disposizione dell'art. 127-quinquies estenda la perdita della maggioranza ad una fattispecie non totalmente assimilabile a quella della cessione delle azioni a voto maggiorato, fuori dalle ipotesi previste dall'art. 127-quinquies, comma 3, TUF, la modificazione formale dell'azionista pare determinare la perdita della maggioranza, e quindi una clausola che preveda di conservare o far maturare le condizioni per la maggioranza nel caso di trasferimenti infragrupo non sembra legittima in quanto non è disponibile l'effetto dell'effetto della maggioranza previsto dalla legge in caso di cambiamento formale di titolare.

e il beneficio della maggiorazione connesso, così da pregiudicare la finalità della tutela dell'azionariato di lungo periodo.

Alla luce di codeste lacune nel funzionamento del meccanismo delineato dalla norma, è stata auspicata l'applicazione di un criterio di rilevanza fondato sul peso relativo della partecipazione maggiorata quale asset patrimoniale rispetto al complessivo patrimonio della società detentrici¹⁷², il che sembrerebbe avere un maggiore fondamento rispetto ad un criterio come quello attualmente impiegato che si riferisce al dato irrilevante dell'entità in sé della partecipazione.

Proseguendo, poi, con l'analisi del terzo comma dell'art. 127-*quinquies*, TUF, è opportuno riscontrare la facoltà prevista per l'autonomia statutaria di effettuare la scelta tra perdita e mantenimento del beneficio nell'ipotesi in cui ricorrano le vicende della successione a causa di morte, nonché della fusione o scissione del titolare delle azioni, ossia fattispecie caratterizzate da una continuità sostanziale tra cedente e cessionario.

Per quanto riguarda il concetto di successione mortis causa, in esso viene sicuramente ricompreso tanto il caso in cui successore sia l'erede, tanto il caso in cui sia legatario. Una questione interpretativa si è posta per la possibile estensione del concetto a fattispecie che comportano trasferimenti della partecipazione equipollenti, come il patto di famiglia, il trust, il fondo patrimoniale o la fondazione in cui i beneficiari siano lo stesso trasferente o i suoi eredi legittimari. Bisogna riscontrare a livello applicativo come la società italiana Campari ed importanti società francesi quali, ad esempio Accor, Alcatel-Lucent, Legrand, LVMH, Compagnie Generale des Etablissements Michelin, Total, Pernod Richard, hanno provveduto ad esplicitare nello statuto una tale assimilazione¹⁷³. Anche a livello teorico, non essendovi particolari ostacoli in tal senso, dovrebbe assumersi la stessa soluzione emersa in via di prassi applicativa¹⁷⁴.

Rispetto, invece, alla possibilità di escludere l'operatività del meccanismo di perdita del premio di maggiorazione nei casi fusione e scissione che interessino il titolare delle

¹⁷² In tal senso: BARCELLONA E., *Commento sub art. 127-quinquies TUF* in *Le Società per Azioni*, diretto da Pietro Abbadessa e Giuseppe Portale, ed. 2016, p.3981 e GIAMPAOLINO C. F., *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, *Giurisprudenza commerciale* 2015, fasc. I, p. 795.

¹⁷³ A livello applicativo lo statuto di Campari ha provveduto ad effettuare una tale assimilazione nei termini della nota 202 di cui sopra.

¹⁷⁴ ASSONIME, *Circolare n.10 del 7 aprile 2015, Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Rivista del Notariato* 2015, p.42.

azioni, va rilevato come tali situazioni afferiscano ad una riorganizzazione interna al soggetto legittimato al beneficio.

Tuttavia, è necessario sottolineare una serie di legittime critiche avanzate nei confronti di quest'ultima previsione.

Innanzitutto, dal punto di vista della tecnica redazionale si sarebbe potuto far ricorso ad una modalità di espressione della regola più coerente rispetto alla continuità della titolarità azionaria quale tratto tipico dell'istituto disciplinato. In tal senso, in materia di maggiorazione del dividendo ex art.127-*quater*, TUF, si prevede parallelamente che “I benefici sono conservati [...] in caso di fusione o scissione del titolare delle azioni” senza ulteriori limiti o precisazioni, rimanendo comunque salva la possibilità dell'eliminazione della clausola di maggiorazione del dividendo inserita nell'ambito di un'operazione straordinaria. L'espressione della regola in maniera analoga avrebbe consentito di evitare l'inserimento di un elemento di discontinuità della titolarità azionaria incoerente rispetto alle finalità del voto maggiorato¹⁷⁵.

Inoltre, viene fatto notare come indipendentemente dalla previsione in questione, sarebbe stato già sancito dall'art. 2504-bis, comma primo c.c. che la società risultante dalla fusione o scissione assume tutti i diritti e gli obblighi delle società partecipanti alla fusione, proseguendo in tutti i loro rapporti anche processuali anteriori all'operazione straordinaria. Pertanto, quest'ultima norma, indipendentemente dalla valutazione della circostanza se possa essere applicata o meno alle società nei loro rapporti con i soci, introduce il principio per cui fusione o scissione devono essere caratterizzate da continuità organizzativa, nel senso che in assenza di espressa previsione statutaria i rapporti precedenti devono proseguire nella nuova realtà giuridica che viene così a costituirsi¹⁷⁶, facendo, così, risultare pleonastica la regola dell'art. 127-*quinquies*, comma 3 lett. a).

Non appare, infatti, coerente la scelta di applicare l'effetto della perdita del beneficio in tutte le circostanze di cessione diretta o indiretta del controllo della società detentrici della partecipazione maggiorata, con la previsione della facoltà di considerare irrilevante la fusione o scissione del titolare diretto della partecipazione maggiorata,

¹⁷⁵MARCHISIO E., *La maggiorazione del voto (art.127-quinquies TUF): r compense al socio “stabile” o truccage del socio di controllo?*, Banca, borsa, titoli di credito, fasc.I, 2015, p.103.

¹⁷⁶ Ibid, p.102, l'autore riconosce anche che la disposizione presenta una sostanziale lacuna dal punto di vista della logicit , dato che sembrerebbe “fare di tutta l'erba un fascio”.

seppure, anche in tal caso, si determini un cambiamento formale nell'identità del titolare delle partecipazioni a voto potenziato¹⁷⁷.

Proseguendo, poi, l'analisi della nozione di cessione delle azioni quale causa estintiva della maggiorazione del diritto di voto, è necessario rispondere al quesito se sia o meno riconducibile ad essa la costituzione di un diritto di pegno o di usufrutto sulle azioni a voto maggiorato.

La risposta che deve darsi è sicuramente positiva poiché tale conclusione appare coerente rispetto alla finalità della maggiorazione consistente nell'incentivare l'azionariato di lungo periodo prendendo a riferimento la posizione complessiva dei soci rispetto all'esercizio del diritto di voto.

La costituzione di un pegno o di un usufrutto sulle azioni a voto maggiorato determina in ogni caso un cambiamento dell'identità del socio legittimato all'esercizio del diritto di voto di cui non si può non dar conto nella disciplina dell'istituto. È fatta salva solamente l'ipotesi in cui l'azionista che ha ottenuto in suo nome l'iscrizione nell'elenco rimanga per accordo legittimato all'esercizio del diritto di voto a seguito della costituzione del pegno o dell'usufrutto sulle relative azioni.

Resta ferma, comunque, la possibilità per lo statuto di sancire espressamente che suddette operazioni determinino senza eccezioni la perdita del beneficio della maggiorazione, così come già previsto negli statuti di Campari, Amplifon e Maire Tecnimont¹⁷⁸.

Vi è, in ultimo, da chiarire un'ulteriore questione interpretativa emersa dalle relazioni tra le ipotesi di decadenza della maggiorazione del voto in seguito a cessione della partecipazione o altre vicende previste nello statuto, e la legittimazione all'esercizio del diritto di voto ai sensi dell'art. 83-*sexies*, primo e secondo comma del TUF.

Quest'ultima norma prevede che per gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, la legittimazione all'intervento e al voto in assemblea siano attestati da una comunicazione effettuata dall'intermediario all'emittente basata sulle “*evidenze dei conti [...] relative*

¹⁷⁷ BARCELLONA E., *Commento sub art. 127-quinquies TUF* in *Le Società per Azioni*, diretto da Pietro Abbadessa e Giuseppe Portale, ed. 2016, p. 3982.

¹⁷⁸ ASSONIME, *Circolare n.10 del 7 aprile 2015, Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Rivista del Notariato* 2015, p.43, per cui ad analoghe conclusioni deve giungersi nelle ipotesi del prestito titoli e di fattispecie similari, poiché anche in tali casi, seppur il trasferimento del voto possa avvenire per un tempo limitato, appare un fatto decisivo.

al termine della giornata contabile del settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea", precisando che *"le registrazioni in accredito e in addebito compiute sui conti successivamente a tale termine non rilevano ai fini della legittimazione all'esercizio del diritto di voto in assemblea"*.

E' stato, così, necessario chiarire se la cessione delle azioni effettuata successivamente alla record date dell'assemblea avesse un effetto estintivo sulla maggiorazione del diritto di voto maturata a quella data.

Al quesito è stata data una risposta negativa, fondata sull'assunto che la disciplina della legittimazione all'esercizio del diritto di voto e di intervento in assemblea è a livello di sistema basata sulla record date, la quale nella sua operatività richiede una scissione tra la legittimazione all'esercizio del voto e la titolarità delle azioni. Inoltre, si rileva come l'istituto del voto maggiorato sia funzionale all'esercizio del voto, cosicché non possa che essere ricondotto all'ambito applicativo dei principi della record date di cui all'art. 83-*sexies*, TUF¹⁷⁹.

1.4.7. La possibile estensione del beneficio della maggiorazione in caso di aumento di capitale, fusione o scissione

Salva diversa previsione statutaria, ai sensi dell'art. 127-*quinquies*, terzo comma, lett. c), la maggiorazione dei diritti di voto si estende alle azioni di nuova emissione in caso di aumento di capitale gratuito ex art. 2442 c.c., lasciando la lettera del disposto

¹⁷⁹ Cfr. CONSOB, Documento sugli esiti della consultazione, p.8 e ASSONIME, *Circolare n.10 del 7 aprile 2015, Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Rivista del Notariato* 2015, p.47. In particolare, notare a conforto di una tale impostazione che il meccanismo della record date è stato introdotto nell'ordinamento italiano in sede di trasposizione dalla direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti nelle società quotate, il cui art. 7 concedeva agli Stati membri la facoltà di non prevedere tale meccanismo qualora le società fossero già in grado di desumere i dati identificativi dei loro azionisti da un registro aggiornato degli azionisti alla data dell'assemblea (registro che si poteva identificare nell'apposito elenco di cui all'art. 127-*quinquies* TUF). Ne consegue che la scelta di sistema fatta dal legislatore di non avvalersi di tale possibilità conferma che la legittimazione all'esercizio del voto nell'assemblea delle società quotate sia vincolata alla stretta applicazioni dei principi sulla record date, dovendosi concludere che le cessioni delle azioni effettuate a seguito della record date non abbiano effetto ai fini della perdita della maggiorazione del voto.

intendere che l'estensione operi automaticamente, dunque senza la necessità di una specifica richiesta del socio interessato ad usufruirvi¹⁸⁰.

La regola di default prevista dalla norma si fonda sul rilievo che un aumento di capitale gratuito non fa altro che riclassificare il patrimonio netto mediante l'imputazione contabile a capitale nominale di valori in precedenza inseriti sotto la voce "riserve", sostanziandosi, così, in una vicenda che non altera la misura della partecipazione del socio. Ne deriva che l'attribuzione del premio di maggiorazione anche alle azioni che si generano dalla suddetta riorganizzazione del patrimonio netto si sostanzia non tanto in un'estensione, quanto nel mantenimento del diritto di voto maggiorato rispetto alla quota di azioni cui inerisce¹⁸¹.

E' possibile assumere che tale ratio sia stata ripresa dall'antecedente disciplina della maggiorazione del dividendo (art. 127-*quater*, TUF), con la quale, da un punto di vista funzionale, il legislatore ha inteso far beneficiare degli effetti dell'istituto la stabilità della partecipazione azionaria e non la stabilità della specifica titolarità azionaria.

In altre parole, è vero che il premio di maggiorazione presenta un carattere personalistico in quanto è riferibile a ben determinate e identificate azioni, ma la prospettiva del favor normativo all'azionariato di lungo periodo porta ad assumere che il beneficio di cui trattasi consegue alla sola titolarità ininterrotta di una determinata quota di partecipazione al capitale sociale indipendentemente dal fatto che essa sia rappresentata dalle medesime azioni o azioni differenti nel tempo.

Così, è proprio l'esigenza di contemperare queste due opposte visioni del medesimo istituto che ha portato a definire nella norma in commento una disciplina di raccordo, la quale, però, sancisce una regola di default chiaramente diretta ad incentivare il long-termism, svincolando gli effetti della maggiorazione dal formale possesso delle stesse identiche azioni per le quali è maturato il periodo di almeno ventiquattro mesi di iscrizione nell'elenco¹⁸².

¹⁸⁰ GUIZZI G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corriere Giuridico* 2/2015, p.158.

¹⁸¹ MARCHISIO E., *La maggiorazione del voto (art.127-quinquies TUF): r̀compense al socio "stabile" o truceage del socio di controllo?*, Banca, borsa, titoli di credito, fasc.I, 2015, p.100.

¹⁸² *Ibid*, p.98.

Oltretutto, in tale contesto, la previsione del mancato mantenimento della maggiorazione per disposizione statutaria avrebbe la conseguenza di ridurre il potere di voto percentuale spettante al titolare delle azioni a voto maggiorato¹⁸³.

Comunque, bisogna riscontrare che la regola di default dell'art. 127-*quinquies*, comma terzo, lett. c, TUF, possa venir meno solo per espressa previsione statutaria, la cui delibera richiederebbe di essere approvata dall'assemblea straordinaria con il voto favorevole del socio A cui è riferibile la parziale perdita di voting power¹⁸⁴. Tuttavia, non si può non notare come l'autonomia statutaria possa prestarsi in questo contesto al rischio di essere strumentalizzata nel senso di una compressione arbitraria dei diritti di voto spettanti ai titolari di azioni a voto maggiorato.

Passando, poi, alla trattazione del caso dell'aumento a pagamento del capitale sociale di cui all'art. 127-*sexies*, comma quarto, seconda parte, il legislatore rimette allo statuto la scelta dell'estensione o meno del voto maggiorato proporzionalmente alle nuove azioni emesse al suo servizio.

Tuttavia, a differenza dell'aumento di capitale gratuito, nel silenzio dello statuto deve essere accolta la soluzione che non applica il beneficio della maggiorazione alle azioni di nuova emissione¹⁸⁵. Qui, infatti, non si determina una mera riorganizzazione contabile del patrimonio sociale, bensì un nuovo investimento con l'esecuzione da parte dei soci di nuovi conferimenti. Sembra, dunque, opportuno accogliere la regola che esige ai fini del riconoscimento della maggiorazione di voto rispetto alle azioni liberate

¹⁸³ BARCELLONA E., sub art. 127-*quinquies*, in *Le società per azioni, codice civile e norme complementari*, il quale in tal senso fornisce un esempio *“Il caso di una S.p.A. che, avvalendosi della facoltà statutaria di escludere gli effetti della maggiorazione, abbia un totale di cento azioni emesse e due soli soci, i quali detengano rispettivamente 35 azioni cui accede il beneficio del raddoppiamento dei diritti di voto (socio A), e 65 azioni a voto pieno (socio B). Dati i 135 voti esercitabili in assemblea, ne consegue che le azioni a voto maggiorato possano esprimere un voting power del 51,85% sul totale delle preferenze. In questo caso, un aumento gratuito del capitale sociale con assegnazione di ulteriori cento azioni proporzionalmente alla partecipazione già detenuta da ciascun socio, determinerebbe che il socio A venga a possedere 70 azioni di cui solo 35 a voto potenziato, rispetto alle 130 azioni a voto pieno riferibili al socio B, cosicché rispetto al nuovo totale di 235 voti esercitabili, il potere di voto del socio A scenderebbe dal 51,85% ante aumento di capitale gratuito, al 44,7% con conseguente perdita della maggioranza da parte di quest'ultimo”*.

¹⁸⁴ DELL'OSSO A., *Commento sub art. 127-quinquies TUF*, in *Codice delle società 2016*, commentario a cura di Niccolò Abriani, Utet ed. 2016, p. 3365 ss.

¹⁸⁵ In tal senso, GIAMPAOLINO C. F., *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, *Giurisprudenza commerciale* 2015, fasc. I; BARCELLONA E., *Commento sub art. 127-quinquies TUF* in *Le Società per Azioni*, diretto da Pietro Abbadesse e Giuseppe Portale, ed. 2016, GUIZZI G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corriere Giuridico* 2/2015, p. 156.

con nuovi conferimenti che l'investimento venga tenuto fermo per almeno ventiquattro mesi o per il maggior termine di iscrizione nell'apposito elenco di cui all'art. 127-*quinquies* previsto dallo statuto, fatta salva una specifica adesione statutaria alla soluzione opposta¹⁸⁶.

Per la stessa logica, non sembra possibile un'estensione che riguardi gli aumenti di capitale con esclusione del diritto d'opzione o con limitazione del diritto d'opzione limitatamente alle azioni sottoscritte da terzi. Laddove, poi, il diritto d'opzione relativo ad azione a voto maggiorato venga ceduto a terzi, di conseguenza il voto maggiorato verrebbe meno¹⁸⁷.

Ancora, secondo quanto previsto dalla norma, la maggiorazione deve intervenire in maniera proporzionale alle nuove azioni, il che porta a ritenere che essa operi solo riguardo a quelle per cui il diritto di sottoscrizione scaturisce da azioni rispetto alle quali sia già maturato il vesting period. Sebbene, poi, espressamente sancito solo per l'aumento di capitale a pagamento, non vi sono ragioni per non ritenere operante analogo meccanismo proporzionale anche nell'ipotesi di aumento di capitale gratuito¹⁸⁸. A conclusione dell'analisi sulla tematica, è necessario valutare gli effetti di un'eventuale previsione statutaria contraria all'estensione del premio di maggiorazione nel caso di aumento di capitale a pagamento, nei termini del pregiudizio che può derivarne in capo

¹⁸⁶ GIAMPAOLINO C. F. in, Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo, Giurisprudenza commerciale 2015, p. 798, assume al contrario, esprimendo una posizione minoritaria in tal senso, che *“Con riferimento al diritto d'opzione, in caso di aumento di capitale a pagamento, la scelta è rimessa allo statuto dal quarto comma. Non vi è quindi ragione “ontologica” (le azioni rivenienti dall'operazione possono essere considerate in stretta connessione con le precedenti in quanto oggetto del diritto di opzione ovvero possono essere considerate del tutto scisse dalla partecipazione ante aumento perché frutto di un nuovo conferimento), e la scelta tra le due soluzioni è rimessa allo statuto, che potrà prevedere o escludere l'estensione del voto maggiorato anche alle nuove azioni, la maggioranza che ha introdotto la non estensione segnala in pratica la propria disponibilità a contare di meno in caso di incremento del capitale”*.

¹⁸⁷ Cfr. ASSONIME, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in Rivista del Notariato 2015, p. 42.

¹⁸⁸ BARCELLONA E., *Le Società per azioni, codice civile e norme complementari*, Giuffré 2016, p. 3987, fornisce un esempio pratico a sostegno dell'impostazione. Si può, infatti, pensare ad un socio A che detiene cento azioni di cui solo venti con un'anzianità di detenzione sufficiente ai fini del beneficio, mentre le residue ottanta con anzianità insufficiente. Per effetto di un aumento di capitale costui avrà titolo a ricevere ulteriori cinquanta azioni, sebbene, in forza del principio di proporzionalità, la maggiorazione del voto opererà solamente su dieci delle nuove azioni. In relazione a ciò, appare opportuno che lo statuto che opti per l'estensione proporzionale del beneficio indichi espressamente l'applicazione alle nuove azioni della stessa anzianità di quelle corrispondentemente alle quali è scaturito il diritto di sottoscrizione”.

ai titolari delle azioni a voto maggiorato. In particolar modo, può porsi la questione se l'eventuale delibera di aumento debba essere o meno sottoposta all'approvazione dell'assemblea speciale degli azionisti che potrebbero ritenersi in tal senso pregiudicati. Laddove sia la stessa clausola statutaria di previsione delle azioni a voto maggiorato a specificare la mancata estensione del beneficio nell'ipotesi suddetta, si deve concludere necessariamente che gli azionisti di lungo termine siano stati fin dall'inizio messi nella condizione di valutare l'opportunità o meno di far maturare il relativo beneficio, cosicché non sarebbe possibile rivendicare alcuna forma di ulteriore approvazione e discussione da parte di quest'ultimi.

Seppur in termini più problematici, ad analoga risposta deve giungersi nel caso in cui sia la stessa delibera di aumento ad escludere l'estensione della maggiorazione. Infatti, il legislatore ha previsto sul punto un livello di autonomia statutaria così ampia da far ritenere irrilevante per la scelta l'eventuale pregiudizio di tali azionisti¹⁸⁹.

I medesimi principi applicabili per l'aumento di capitale a pagamento possono essere riferiti ad un'ulteriore fattispecie di estensione del voto maggiorato che è, poi, indicata nell'art. 127-*sexies*, quarto comma, prima parte TUF per cui *“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”*.

A differenza dell'ipotesi precedente, in questo caso la scelta della perdita della maggiorazione quale regola di default sembra avere un fondamento non altrettanto razionale. Difatti, a ben vedere, le vicende della fusione o scissione di una società sarebbero riconducibili ad una mera riorganizzazione dell'investimento preesistente, dovendosi ritenere già scontato per le azioni ricevute in concambio rispetto a quelle a voto maggiorato il periodo di tempo necessario alla maturazione del relativo beneficio. Se così è, bisogna assumere che la norma avrebbe dovuto accogliere la soluzione inversa, ossia, nel silenzio dello statuto, l'estensione della maggiorazione, analogamente a quanto avviene nel caso di un aumento di capitale gratuito¹⁹⁰.

Peraltro, questa critica alla disposizione viene confermata partendo anche da una diversa prospettiva. Se si considera, infatti, che le maggiorazioni personalistiche in tema di

¹⁸⁹ Ibid,

¹⁹⁰ GUIZZI G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corriere Giuridico* 2/2015, p. 158.

maggiorazione di dividendo ma soprattutto di voto valgono come deroghe eccezionali al sistema dettato dal TUF, allora appare ragionevole escludere la maggiorazione all'esito dell'operazione di fusione o scissione salva diversa previsione statutaria. Se, invece, si ritiene che rappresentino l'emersione della disciplina generale del socio stabile, allora la disciplina prevista dalla norma in commento appare poco condivisibile alla luce del principio della parità di trattamento di cui all'art. 92 TUF, dato che non vi è ragione di disparità di trattamento nelle operazioni considerate¹⁹¹.

Tali lacune in termini di ratio della formulazione dell'art. 127-*quinquies*, quarto comma, prima parte, TUF, si evidenziano a livello applicativo nel caso specifico della fusione per incorporazione. In tale caso, l'esclusione della maggiorazione di voto come regola di default rischia di porre un eccessivo pregiudizio per gli azionisti dell'incorporata titolari del relativo beneficio già prima della riorganizzazione societaria, poiché risultano intaccati sia i diritti individuali sia le prerogative organizzative di quest'ultimi. D'altra parte, se fosse prevista la conservazione della maggiorazione come la regola salva diversa previsione statutaria, i soci dell'incorporanda avrebbero, comunque, la facoltà di non accettare il voto potenziato a seguito della fusione derogando sul punto la previsione di default. Si può, così, riscontrare come la seconda soluzione avrebbe comportato un minor grado di compressione dei diritti acquisiti dai soci dell'incorporata¹⁹².

¹⁹¹ Cit. MARCHISIO E., *La maggiorazione del voto (art.127-quinquies TUF): r̀compense al socio "stabile" o trucage del socio di controllo?*, Banca, borsa, titoli di credito, fasc.I, 2015, p.98

¹⁹² GUIZZI G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corriere Giuridico* 2/2015, p. 158, il quale fa notare nella nota 22 che il discorso potrebbe ripresentarsi in termini simili nel caso di fusione tramite costituzione di una nuova società, là dove l'attribuzione di nuove azioni a voto maggiorato potrebbe avere come conseguenza per i soci destinati ad assumere il controllo della società post-fusione, di radicalizzare tale effetto, con esiti di contrazione eccessiva della contendibilità e se del caso anche particolarmente onerosi (e si pensi alla possibile insurgenza di un'OPA obbligatoria); e tuttavia, anche in questi casi per attenuare il rischio non occorre, a ben vedere, postulare la non attribuzione della maggiorazione come norma di default, essendo sufficiente, per tutelare la posizione di tali azionisti, la previsione della libera rinunciabilità al beneficio.

1.5 Voto maggiorato e OPA

1.5.1 Profili di disciplina dell'OPA e maggiorazione di voto

A seguito dell'introduzione del voto maggiorato, il legislatore è intervenuto apportando rilevanti novità in materia di offerte pubbliche d'acquisto.

Innanzitutto, il D.L. 91/2014 ha ricondotto all'ambito di applicazione della regola di neutralizzazione di cui all'art. 104-bis, TUF, sia il voto plurimo che il voto maggiorato¹⁹³. Sulla base di tale articolo, lo statuto della società target di un'offerta pubblica di acquisto può stabilire di rendere inoperanti gli effetti di limitazioni al trasferimento di titoli e al diritto di voto previsti in patti parasociali o nello stesso statuto nel periodo di adesione all'offerta pubblica d'acquisto o successivamente all'offerta che abbia permesso all'offerente di detenere almeno il 75% del capitale con diritto di voto¹⁹⁴.

Per cui, secondo l'attuale disciplina, in presenza di una specifica disposizione statutaria di c.d. opt-out che consenta la sterilizzazione dei limiti di voto, potrà anche essere annullato l'effetto di potenziamento del voto connesso agli istituti del voto plurimo e del voto maggiorato nei casi appena riferiti¹⁹⁵.

¹⁹³ La Relazione al decreto legge 91/2014, p.34, recita “*Con specifico riguardo alla modifica dell'articolo 104-bis del TUF, è stata coordinata la regola della neutralizzazione prevista da tale norma con l'introduzione delle azioni a voto maggiorato: le società, in forza dell'autonomia statutaria (c.d. opt in statutario) potranno decidere se prevedere il venir meno del voto maggiorato nelle assemblee convocate per deliberare tecniche di difesa in pendenza di offerte pubbliche d'acquisto ovvero in alcune specifiche assemblee successive all'acquisizione di almeno il 75% del capitale da parte dell'offerente*”.

¹⁹⁴ In particolare, l'art. 104-bis, comma 2, TUF sancisce che “*Nel periodo di adesione all'offerta non hanno effetto nei confronti dell'offerente le limitazioni al trasferimento di titoli previste nello statuto né hanno effetto, nelle assemblee chiamate a decidere sugli atti e le operazioni previsti dall'articolo 104, le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali. Nelle medesime assemblee le azioni a voto plurimo conferiscono soltanto un voto e non si computano i diritti di voto assegnati ai sensi dell'articolo 127-quinquies*”. Il comma 3 prosegue stabilendo che “*Quando, a seguito di un'offerta di cui al comma 1, l'offerente venga a detenere almeno il settantacinque per cento del capitale con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, nella prima assemblea che segue la chiusura dell'offerta, convocata per modificare lo statuto o per revocare o nominare gli amministratori o i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, le azioni a voto plurimo conferiscono soltanto un voto e non hanno effetto*”.

¹⁹⁵ Cfr. ASSONIME, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in Rivista del Notariato 2015p.65.

Tuttavia, ai sensi del successivo comma 5, qualora l'offerta abbia avuto un esito positivo, l'offerente è tenuto a corrispondere un equo indennizzo per l'eventuale pregiudizio patrimoniale subito dai titolari dei diritti, tra cui il diritto di voto maggiorato, che l'applicazione delle disposizioni di cui ai commi 2 e 3 abbia reso non esercitabili, purché le disposizioni statutarie che costituiscono tali diritti fossero efficaci anteriormente alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, TUF, diretta alla Consob ed al mercato e avente ad oggetto l'intenzione o l'insorgere dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica d'acquisto o di scambio.

In relazione a quest'ultima previsione, vi è da notare che i diritti di voto maggiorato non possono non essere efficaci anteriormente alla comunicazione di cui all'articolo 102 TUF dato il periodo minimo di ventiquattro mesi di persistente titolarità delle relative azioni iscritte nell'elenco. Ne consegue che, in ultima analisi, la norma consente un parziale recupero del premio di maggioranza che la disciplina dell'OPA obbligatoria vorrebbe annullare, non raccordandosi al meglio con la complessiva disciplina posta a tutela della contendibilità del controllo¹⁹⁶.

Passando, poi, all'analisi delle nuove regole in materia di soglie rilevanti ai fini dell'OPA obbligatoria, viene, innanzitutto, in rilievo la novellata formulazione dell'art. 106, comma 1, TUF, laddove si prevede un obbligo di OPA successiva totalitaria a carico di *“Chiunque, a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del 30% ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento”*.

Vi è da specificare che le modifiche del TUF introdotte dal D.L. 91/2014 non hanno interessato la nozione di partecipazione ai fini OPA di cui all'art. 105, comma 2, TUF, nel cui testo rimane definita quale quota, detenuta anche indirettamente per il tramite di fiduciari o per interposta persona, dei titoli emessi che attribuiscono il diritto di voto nelle delibere riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza. D'altra parte, il legislatore ha riformulato il comma 3 dello stesso articolo rimettendo alla Consob la definizione dei criteri di calcolo della partecipazione rilevante *“[...] nell'ipotesi in cui lo statuto preveda la maggiorazione del diritto di voto”*.

¹⁹⁶ LA MARCA E., *Azionisti con voto maggiorato: primi spunti*, in “I Battelli del Reno” rivista on-line di diritto ed economia dell'impresa, 26 novembre 2014, p.13.

Una prima questione interpretativa che si è dovuta affrontare sulla nuova disciplina OPA è se il primo comma dell'articolo 106 faccia ricorso o meno ad un duplice criterio di calcolo della partecipazione rilevante. Infatti, da una prima lettura della norma si potrebbe ritenere rilevante ai fini dell'obbligo di OPA, tanto la fattispecie in cui un soggetto venga a detenere azioni in misura superiore al 30% del capitale sociale, quanto l'ipotesi in cui un soggetto venga a detenere più del 30% dei diritti di voto. Nel primo caso si darebbe, così, autonoma considerazione al criterio della soglia rilevante del capitale con diritti di voto, laddove, solo nel secondo caso, si applicherebbe il criterio della quota dei diritti di voto complessivamente disponibili¹⁹⁷.

In verità, la Consob ha precisato che la norma sul criterio di determinazione del superamento della soglia OPA deve essere interpretata diversamente¹⁹⁸. Come rilevato dall'Autorità, in maniera aderente alla ratio di intervento legislativo volto a ricomprendere nell'obbligo di OPA anche le ipotesi di non corrispondenza del numero di azioni con il numero dei diritti di voto, l'inciso "*...ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi*", è idoneo a catturare in un'unica espressione tutte le fattispecie non riconducibili al principio "*one, share, one vote*". Ne deriva che l'unico criterio sulla base del quale andrà valutato l'eventuale superamento della soglia rilevante del 30% è quello della quota dei diritti di voto complessivamente disponibili, dovendosi, peraltro, intendere che la lettera del disposto consideri la maggioranza di voto quale una tecnica di acquisizione del controllo analoga a quella che si può realizzare mediante l'acquisto di titoli azionari¹⁹⁹.

¹⁹⁷ BARCELLONA E., *Commento sub art. 127-quinquies TUF* in *Le Società per Azioni*, diretto da Pietro Abbadessa e Giuseppe Portale, ed. 2016, p.3991.

¹⁹⁸ CONSOB, *Esiti della consultazione sulla proposta di modifiche al Regolamento Emittenti in materia di voto plurimo*, 23 dicembre 2014, p. 17

¹⁹⁹ Non è mancato in dottrina chi ha sostenuto la tesi contraria della doppia soglia, in tal senso GUIZZI G., *La maggioranza del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corriere Giuridico* 2/2015, p.163, LA MARCA E., *Azionisti con voto maggiorato: primi spunti*, in "I Battelli del Reno" rivista on-line di diritto ed economia dell'impresa, 26 novembre 2014, p. 11 e MASSELLA DUCCI TERI B., *Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, RDC 2014, p.490, il quale sostiene nello specifico che: " ... l'interpretazione preferibile dell'inciso "a seguito di... maggioranza di voto" dovrebbe portare ad intenderne il significato nel senso di dare sicura rilevanza al superamento della soglia soltanto al momento in cui opera la maggioranza. Invero, soltanto in quel momento si potrebbe sempre attribuire il sorgere dell'obbligo di lanciare l'OPA ad un comportamento più o meno volontario dell'azionista. A ritenere diversamente si rischierebbe che l'obbligo di lanciare un'OPA possa sorgere in virtù di superamenti della soglia del tutto involontari". Inoltre, per fornire un esempio pratico del funzionamento del meccanismo delineato dal legislatore, si può pensare ad un socio A che abbia ottenuto una partecipazione tale da superare la soglia del 30% del

Inoltre, la soluzione della soglia unica di OPA è stata ribadita dalla Consob in sede regolamentare all'art. 44-bis, comma 5-bis, RE, per cui, nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione dei diritti di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, la partecipazione rilevante ai fini dell'obbligo di OPA è calcolata tenendo conto del numero complessivo dei diritti di voto esercitabili nelle deliberazioni di nomina e revoca degli amministratori e del consiglio di sorveglianza in rapporto al numero complessivo dei diritti di voto comunicati dall'emittente ai sensi dell'art. 85-bis. Quest'ultima norma appare coerente con la rilevanza attribuita alla disponibilità di soglie qualificate del diritto di voto ai fini dell'OPA obbligatoria già prima dell'introduzione del meccanismo della maggiorazione di voto, nonché con la ratio dell'obbligo consistente nel fornire uno strumento di tutela degli azionisti di minoranza in presenza di un trasferimento del controllo societario. In aggiunta, si può notare che, in modo analogo a quanto sancito per la trasparenza degli assetti proprietari (di cui agli artt. 120 TUF, 85-bis, comma 4-bis re e 116 terdecies comma primo lett. c) re), il criterio del numero complessivo dei diritti di voto consente di tener conto dell'entità variabile dei diritti che maturano a favore di azionisti di lungo periodo, dando rilevanza non tanto agli assetti proprietari, quanto alla modifica dell'assetto di controllo là dove essa si realizzi nella forma del controllo tramite partecipazione²⁰⁰.

In relazione all'ordinamento del mercato finanziario delineato fino ad ora, è possibile, poi, rilevare come l'obbligo di offerta pubblica d'acquisto totalitaria svolga il ruolo di sanzione implicita di fronte al comportamento dell'azionista che, sulla base di un atto volontario, ha richiesto l'iscrizione nell'elenco tenuto dall'emittente e consapevolmente ha conseguito il beneficio della maggiorazione dei voti oltre il trenta per cento²⁰¹. Va, infatti, osservato come da una parte il voto maggiorato contribuisca a rafforzare in modo significativo il potere del socio loyal nell'assemblea, mentre, dall'altra, le soglie in

capitale votante. A non incorrerà nell'obbligo di OPA, laddove, data la presenza di altri azionisti che abbiano maturato il diritto di voto maggiorato, egli non venga comunque a disporre di un numero di diritti di voto superiore alla soglia del 30% del totale dei voti.

²⁰⁰ Cfr. GUIZZI G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corriere Giuridico* 2/2015, p.164.

²⁰¹Cit. MOSCA C., *La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica d'acquisto e le altre novità in materia di soglie OPA*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2015, p.874.

materia di OPA rappresentino un tetto implicito alla possibilità di avvalersi degli effetti dell'istituto oltre una certa misura²⁰².

Tuttavia, va riportato che, secondo un'autorevole dottrina²⁰³, il superamento della soglia rilevante per l'obbligo di OPA per effetto della maggiorazione del diritto di voto non sarebbe mai del tutto volontario, in quanto in parte dipendente dall'inattività degli altri azionisti che, pur potendo richiedere l'iscrizione delle azioni nell'elenco di cui all'art. 127-*quinquies*, abbiano ritenuto opportuno non provvedere in tal senso. Difatti, a livello teorico, se tutti gli azionisti di una società ottenessero il premio di maggiorazione per tutte le azioni con diritto di voto dell'emittente, gli effetti della maggiorazione in termini di aumento in misura percentuale di voting power si annullerebbero.

Vi è da opporre, però, che l'ipotesi in questione può operare solo sul piano teorico dato che è connaturata alle società quotate la continua circolazione dei titoli azionari la cui cessione determina la perdita della maggiorazione. Viene, così, confortata la tesi della legittimità della disciplina in materia di opa obbligatoria quale calmiera degli effetti della maggiorazione di voto sugli assetti di potere dell'emittente²⁰⁴.

Proseguendo, poi, la trattazione della nuova disciplina in tema di OPA, occorre, ricordare che ai sensi dell'art. 106, comma 1-bis, nelle società diverse dalle PMI, la soglia di cui al comma 1 è promossa anche da chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore al 25% in assenza di altro socio che detenga una partecipazione superiore e che, ai sensi del successivo comma 1-ter, gli statuti delle PMI

²⁰² Ibid,

²⁰³ ABRIANI N. E BARCELLONA E., in risposta a Consob, *Proposte di modifica*, disponibile su consob.it, p.3.

L'opinione è condivisibile nella misura in cui della maggiorazione, se prevista nello statuto, devono poter beneficiare ex lege tutti i titolari di azioni con diritto di voto: tutti gli azionisti, in altri termini, possono scegliere di comportarsi in modo *loyal*, conseguendo la maggiorazione; essi tuttavia subiranno "la condotta non loyal di azionisti terzi che esula dalla sfera di controllo dell'azionista loyal". Va notato, tuttavia, come la presenza di soli azionisti loyal, intenzionati a conseguire la maggiorazione dei voti, rappresenta un'ipotesi solo teorica poiché la circolazione dei titoli sul mercato è fenomeno connaturato al funzionamento della società quotata e ogni atto di trasferimento dei titoli comporta la decadenza dai voti maggiorati o l'interruzione del periodo di maturazione. La spettanza almeno ipotetica del diritto alla maturazione-o meglio dell'aspettativa di poterla maturare-, inteso come diritto riconosciuto indiscriminatamente a tutte le azioni (ordinarie o di altra categoria); cfr. MARCHETTI P., MOSCA C., *Osservazioni al documento di consultazione 5 novembre 2014: "Proposte di modifica al Regolamento emittenti in materia di voto plurimo"*, reperibile sul sito dell'autorità.

²⁰⁴ ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCIANO N., *La deviazione dal principio un'azione un voto e le azioni a voto multiplo*, 5 gennaio 2014, Quaderni giuridici Consob, p.59. Così anche BUSANI A., SAGLIOCCA M., *Le azioni non si contano ma si "pesano": superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Le Società 10/2014, p.946.

possono prevedere una soglia diversa da quella indicata nel comma 1, comunque non inferiore al venticinque per cento né superiore al quaranta per cento.

Sebbene quest'ultimi disposti non menzionino espressamente il caso di superamento della soglia per effetto della maggiorazione di voto, la Consob²⁰⁵ ha espresso l'avviso per cui la risposta all'interrogativo debba essere ricercata dando sempre primaria rilevanza alla ratio dell'obbligo di OPA quale strumento di protezione degli azionisti di minoranza conseguente al trasferimento del controllo. Da qui, la soluzione suggerita dall'Autorità di Vigilanza secondo la quale il criterio del numero complessivo dei diritti di voto ai fini del calcolo della partecipazione rilevante dovrà essere adottato in tutti i casi previsti in cui vengano in rilievo gli obblighi di OPA, dunque non solo in riferimento al primo comma, ma anche ai commi 1-bis, ter e al comma 3, lett. b) dell'art. 106 TUF.

Ancora, il superamento di una delle soglie rilevanti ai fini dell'OPA obbligatoria a seguito della mera maggiorazione dei diritti di voto implica che tale superamento possa avvenire in mancanza di ulteriori acquisti di partecipazioni. Ne deriva che, in tali ipotesi, il prezzo dell'OPA debba essere determinato ad un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile (Art. 106, comma 2, seconda parte TUF).

Infine, considerando le ripercussioni derivanti dall'introduzione del voto maggiorato sulla disciplina in tema di trasparenza degli assetti proprietari, vi è da riscontrare, innanzitutto, la modifica apportata all'art. 120, comma 1, TUF, dall'art. 20 del D.L. n. 91 del 24.6.2014, il quale ha aggiunto un ultimo periodo con cui è stato aggiornato il criterio di calcolo delle partecipazioni rilevanti ai fini delle relative comunicazioni.

Nello specifico, l'art. 120 TUF ad oggi prevede 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 Consob ha, inoltre, aggiunto con delibera n. 19084 del 19.12.2014, il nuovo comma 4-bis all'art. 85-bis, RE, al fine di individuare un riferimento temporale per determinare il numero dei diritti di voto esistenti, sulla base del quale calcolare il denominatore delle

²⁰⁵ Documento sugli esiti di consultazione, p.16.

partecipazioni rilevanti²⁰⁶. Con esso, l'Autorità distingue l'ipotesi in cui il superamento della soglia rilevante ai fini dell'obbligo di OPA sia conseguente alla maggiorazione del diritto di voto del medesimo azionista, da quella in cui il superamento consegua ad un'operazione di acquisto di azioni. Nel primo caso il numeratore della partecipazione terrà conto del numero dei diritti di voto di cui l'azionista è titolare, mentre il denominatore terrà conto del numero complessivo dei diritti di voto a seguito della maggiorazione. Quanto all'ammontare di tale denominatore, trattandosi di un'informativa non disponibile all'azionista, l'obbligo di comunicazione viene a configurarsi dalla data della successiva comunicazione all'emittente ex art. 85-bis, comma 4-bis, RE²⁰⁷. Invece, nel secondo caso, l'obbligo dovrà essere assolto dalla data in cui l'operazione è posta in essere, calcolando al denominatore il numero complessivo dei diritti di voto da ultimo comunicati dall'emittente ai sensi dell'art. 85-bis, comma 1-bis, RE (ai sensi dell'Art. 44-bis, comma 1, RE).

1.5.2 Riflessi del voto maggiorato sul regime delle esenzioni dall'obbligo di OPA

Il principale effetto della disciplina analizzata nel paragrafo precedente consiste nel fatto che, nelle società con azioni a voto maggiorato, ai fini OPA rilevi esclusivamente il peso delle azioni in termini di voto e non già in termini di capitale votante²⁰⁸. Da tale impostazione, dettata tra l'altro anche da non trascurabili esigenze di semplificazione²⁰⁹, è derivata la necessità di apportare taluni correttivi che hanno trovato quale principale ambito di applicazione quello delle esenzioni dall'obbligo di OPA.

²⁰⁶Comma 4-bis dell'art. 85-bis, RE: *“Nel caso in cui lo statuto preveda la maggiorazione del diritto di voto ai sensi dell'articolo 127-quinquies, ovvero l'emissione di azioni con diritto di voto plurimo ai sensi dell'articolo 127-sexies del Testo unico, fermo restando quanto previsto dai commi precedenti, 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”*.

²⁰⁷ Cit. ASSONIME, *Circolare n.10 del 7 aprile 2015, Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Rivista del Notariato* 2015, p. 69.

²⁰⁸ Cfr. BARCELLONA E., *Commento sub art. 127-quinquies TUF in Le Società per Azioni*, diretto da Pietro Abbadesse e Giuseppe Portale, ed. 2016, p. 3991.

²⁰⁹ Cfr. Consob, *Documento sugli esiti della consultazione*, p.16

In primis, l'art. 49, comma 1, lett. d bis, prima parte, RE, sancisce che, nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, l'obbligo di offerta pubblica d'acquisto non consegue al superamento della soglia determinato dalla riduzione del numero complessivo dei diritti di voto esercitabili nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza.

Tale ipotesi di esenzione è definita "passiva" in quanto il superamento della soglia rilevante ai fini OPA deriva dalla diminuzione per fatto del terzo del numero complessivo dei diritti di voto, quale causa indipendente dalla volontà dell'acquirente²¹⁰.

Nella seconda parte dello stesso articolo, viene per altro verso precisato che il superamento passivo della soglia assume rilevanza per l'insorgenza dell'obbligo di OPA qualora il socio interessato abbia in precedenza effettuato acquisti di azioni che lo abbiano portato a detenere una partecipazione complessiva superiore alla soglia del 30% in rapporto al capitale.

Il meccanismo così delineato limita l'esplicazione degli effetti dell'esenzione nella sua pienezza, facendo sì che il superamento della soglia conseguente alla causa non dipendente dalla volontà dell'acquirente implichi un obbligo di OPA "quiescente"²¹¹ fino al momento della riduzione del numero complessivo dei diritti di voto per fatto del terzo.

L'Autorità di vigilanza ha, quindi, giustificato quest'ultima previsione ritenendo carente in tal caso il carattere non volontario del superamento quale presupposto dell'esenzione dall'obbligo di OPA, oltreché dimostrando consapevolezza del carattere temporaneo e transitorio della maggiorazione²¹²

²¹⁰ Cfr. BARCELLONA E., *Commento sub art. 127-quinquies TUF* in *Le Società per Azioni*, diretto da Pietro Abbadessa e Giuseppe Portale, ed. 2016, p.3992.

²¹¹ Ibid,

²¹² Cfr. MOSCA C., *La maggiorazione del voto*, p. 881. In particolar modo, la Consob, in, *Documento sugli esiti della consultazione*, p.17, ha rilevato che: "Invero, un soggetto che a seguito di acquisti si trovi a superare la soglia del trenta per cento del capitale (ovvero le altre soglie previste dai commi 1-bis e 1-ter dell'articolo 106 TUF), ma non dei diritti di voto, si pone in una situazione di potenziale acquisto del controllo dell'emittente. Nel momento in cui tale situazione potenziale di controllo diventa attuale, in ragione della riduzione del numero complessivo dei diritti di voto, si può ritenere carente il presupposto dell'esenzione dall'obbligo di OPA, riferita al carattere non volontario del superamento. In tal caso, infatti, l'azionista si è volontariamente posizionato al di sopra della soglia rilevante in assenza di diritti

Nello specifico, essa ha ritenuto che l'azionista che si posiziona volontariamente sopra la soglia rilevante in assenza di diritti di voto maggiorato, accetta implicitamente ogni eventuale superamento della soglia anche in termini di diritti di voto²¹³.

Questa soluzione è stata largamente criticata in dottrina per il motivo di non sembrare coerente rispetto alla complessiva disciplina di raccordo tra l'OPA e l'istituto del voto maggiorato. Infatti, in riferimento alle società facenti ricorso al beneficio della maggiorazione, il legislatore sembra aver optato per l'esclusiva l'applicazione del criterio del calcolo della soglia legato al rapporto tra voti esercitabili e ammontare complessivo dei diritti di voto disponibili, cosicché questa ipotesi isolata di recupero del criterio della partecipazione rapportata al capitale rappresentato dalle azioni con diritto di voto appare una soluzione di continuità rispetto alla logica della disciplina in cui va collocata²¹⁴.

Un ulteriore aspetto di criticità che appare decisivo in riferimento all'eccezione di cui all'art. 49, comma 1, lett. d bis, seconda parte RE, attiene al momento di decorrenza dell'offerta pubblica d'acquisto, poiché il meccanismo delineato fa scattare l'obbligo di offerta solo nel momento in cui la soglia possa considerarsi superata anche in termini di diritto di voto e ciò può verificarsi dopo un intervallo di tempo molto lungo rispetto alla data dell'effettivo acquisto della partecipazione²¹⁵. Da qui, considerata l'imprevedibilità del comportamento di terzi, il disposto in questione potrebbe mettere l'offerente nella condizione di dover reperire improvvisamente e in tempi rapidi le risorse necessarie a far fronte all'obbligo di OPA.

Un rimedio a tale situazione di potenziale pregiudizio per l'offerente può essere rappresentato dal ricorso all'esenzione dall'obbligo di OPA per "superamenti della soglia di carattere temporaneo" ex art. 49, comma 1, lett. e) e comma 4, lett. b), RE. Infatti, tale norma prevede l'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica nel caso del superamento temporaneo di una delle soglie di cui all'articolo 106, commi 1, 1-bis, 1-

di voto maggiorato, e, pertanto, ha accettato il rischio di ogni eventuale superamento di soglia anche in termini di diritti di voto".

²¹⁴ A sostenere tale opinione, GUIZZI G., in *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, p.165, nonché BARCELLONA E., *Sub art. 127-quinquies*, in *Le società per azioni* (commentario Abbadessa-Portale), p. 3992.

²¹⁵ GUIZZI G., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche all'OPA, Intervento al seminario tenutosi a Roma presso la Facoltà di giurisprudenza dell'Università La Sapienza il 7 novembre 2014*, in *Giur. Comm.* 2015, p.240.

ter, e 3, lettera b), del TUF, a condizione che il soggetto interessato ad avvalersene si impegni “a cedere a parti non correlate i titoli, ovvero ridurre i diritti di voto, in eccedenza entro dodici mesi e a non esercitare i medesimi diritti”.

In virtù di tale fattispecie, l’offerente che non sia intenzionato a promuovere l’offerta potrà rinunziarvi dando comunicazione del suo intento al mercato non appena consapevole di aver oltrepassato la soglia rilevante in termini di diritti di voto, impegnandosi, d’altra parte, a non esercitare i diritti eccedenti e a ridurli entro dodici mesi²¹⁶.

²¹⁶Cfr. MOSCA C., *La maggiorazione del voto*, p. 881. In particolar modo, la Consob, in, *Documento sugli esiti della consultazione*, p.882.

Capitolo 2

Il dividendo maggiorato

2.1 Introduzione all'istituto della maggiorazione del dividendo

L'art. 127-*quater*, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (T.U.F.)²¹⁷, introdotto con il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 in esecuzione della Direttiva 2007/36/CE dell'11 luglio 2007

²¹⁷ Nello specifico tale articolo recita: *“(Comma 1) In deroga all'articolo 2350, comma 1, del codice civile, gli statuti possono disporre che ciascuna azione detenuta dal medesimo azionista per un periodo continuativo indicato nella statuto, comunque non inferiore ad un anno o al minor periodo intercorrente tra due date consecutive di pagamento del dividendo annuale, attribuisca il diritto ad una maggiorazione non superiore al 10 per cento del dividendo distribuito alle altre azioni. Gli statuti possono subordinare l'assegnazione della maggiorazione a condizioni ulteriori. Il beneficio può estendersi anche alle azioni assegnate ai sensi dell'articolo 2442 del codice civile a un azionista che abbia diritto alla maggiorazione indicata nel primo periodo.*

(Comma 2). Qualora il medesimo soggetto, durante la maturazione del periodo indicato nel comma 1, abbia detenuto, direttamente, o indirettamente per il tramite di fiduciari, di società controllate o per interposta persona, una partecipazione superiore allo 0,5 per cento del capitale della società o la minore percentuale indicata nello statuto, la maggiorazione può essere attribuita solo per le azioni che rappresentino complessivamente tale partecipazione massima. La maggiorazione non può altresì essere attribuita alle azioni detenute da chi durante il suddetto periodo abbia esercitato, anche temporaneamente, un'influenza dominante, individuale o congiunta con altri soci tramite un patto parasociale previsto dall'articolo 122, ovvero un'influenza notevole sulla società. In ogni caso la maggiorazione non può essere attribuita alle azioni che durante il periodo indicato nel comma 1 siano state conferite, anche temporaneamente, ad un patto parasociale previsto dall'articolo 122 che nel medesimo periodo o parte di esso abbia avuto ad oggetto una partecipazione complessiva superiore a quella indicata nell'articolo 106, comma 1.

(Comma 3). La cessione dell'azione a titolo oneroso o gratuito comporta la perdita dei benefici previsti nel comma 1. I benefici sono conservati in caso di successione universale, nonché in caso di fusione e scissione del titolare delle azioni. In caso di fusione o scissione della società che abbia emesso le azioni indicate nel comma 1, i benefici si trasferiscono sulle azioni emesse dalle società risultanti, ferma l'applicazione del comma 2 con riferimento a tali società.

(Comma 4). Le azioni a cui si applicano i benefici indicati nel comma 1 non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile.

(Comma 4-bis). Colui che ha ottenuto l'assegnazione della maggiorazione dichiara, su richiesta della società, l'insussistenza delle condizioni ostative previste dal comma 2 ed esibisce la certificazione

(relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate), ha previsto nell'ordinamento italiano la facoltà di inserire negli statuti di società per azioni quotate clausole di maggiorazione del dividendo a favore degli azionisti di lunga durata.

Tale disciplina consente, dunque, di sancire a livello statutario un vantaggio patrimoniale a favore dei soci che detengano continuativamente le azioni per un certo periodo di tempo non inferiore ad un anno, rimanendo salva la facoltà per lo statuto di fissare ulteriori condizioni applicative, seppur nei limiti prescritti dal primo comma.

In tal senso, la norma si pone quale incentivo all'azionariato di lungo periodo e quale eccezione alla regola di proporzionalità degli utili rispetto alla partecipazione sociale, (*c.d. equal sharing rule*), codificata all'art. 2350, comma 1, c.c. per cui: “Ogni azione attribuisce il diritto a una parte proporzionale degli utili netti e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione [2262, 2354, n. 4, 2433], salvi i diritti stabiliti a favore di speciali categorie di azioni”.

L'unica deroga espressa a tale principio che si riteneva ammessa²¹⁸ prima dell'introduzione dell'art. 127-*quater*, TUF era quella di cui all'art. 2350, comma 1, c.c. ultima parte, in materia di categorie speciali d'azioni. A differenza di tale impostazione, è possibile notare come l'istituto della maggiorazione del dividendo è stato configurato in modo da incidere in modo diretto sulle prerogative di qualsiasi socio ordinario, dato che, per espressa previsione del comma 4 dell'art. 127-*quater* TUF²¹⁹, le azioni cui si applica il relativo beneficio non costituiscono una categoria speciale.

Ne deriva che la facoltà attribuita agli statuti delle società quotate di introdurre l'istituto in considerazione inserisce un elemento squisitamente personalistico nella disciplina delle società per azioni, posto che il dividendo maggiorato, analogamente a quanto

prevista dall'articolo 83-quinquies attestante la durata della detenzione delle azioni per le quali è richiesto il beneficio nonché le attestazioni relative alla sussistenza delle eventuali ulteriori condizioni alle quali lo statuto subordina l'assegnazione del beneficio.

(Comma 4-ter). La deliberazione di modifica dello statuto prevista al comma 1 non attribuisce il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437 del codice civile”.

²¹⁸ ABRIANI N., *Art. 2348 c.c.*, in “Il nuovo diritto societario”, Commentario diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Zanichelli, 2004.

In tal senso anche STAGNO D'ALCONTRES, *Art. 2350*, in “Società di capitali” a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, Jovene, 2004

²¹⁹ TOMBARI U. E LUCIANO A. M., *Art. 127-*quater* TUF*, in “Le società per azioni”, commentario diretto da Pietro Abbadesse e Giuseppe B. Portale, Giuffrè 2016, p.3942

rilevabile in materia di maggiorazione del voto, ha come referente non l'azione ma l'azionista²²⁰.

In aggiunta, va rilevato che i presupposti applicativi della maggiorazione sono disciplinati in modo da impedirne il godimento da parte dei soci di riferimento. In relazione a ciò, viene nello specifico in rilievo la disposizione del secondo comma che esclude dal beneficio l'azionista che nel periodo di tempo necessario ai fini della maturazione del beneficio abbia esplicato un'influenza dominante o notevole sulla società, nonché la previsione di due rilevanti vincoli quantitativi circa rispettivamente il surplus concedibile che non può oltrepassare il 10 per cento del dividendo distribuito per le azioni prive di privilegio e il quantum massimo delle azioni per le quali la maggiorazione può maturare pari allo 0.5 per cento del capitale sociale. I limiti all'ottenimento del vantaggio patrimoniale sono posti anche in caso di conferimento delle azioni a patti parasociali aventi ad oggetto l'esercizio dei diritti di voto²²¹.

2.2 Le finalità delle clausole di maggiorazione del dividendo e le principali criticità

La disposizione dell'art. 127-*quater*, TUF, ha introdotto un istituto dai connotati fortemente eccentrici rispetto al sistema delle società azionarie in cui si è andato a collocare²²². D'altra parte, nella storia e nella geografia del diritto azionario precedenti al d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 esempi di premi legati alla partecipazione all'assemblea di vario genere, come i gettoni di presenza o altri donativi conosciuti già nei diritti societari del XIX secolo o, ancora, la prassi statutaria spagnola del "*prima de asistencia*", in base alla quale, con decisione dell'organo amministrativo non sempre

²²⁰Difatti, da una parte può essere riscontrato come il presupposto applicativo del beneficio consistente nella titolarità ininterrotta delle azioni per almeno un anno determini un criterio astratto applicabile a chiunque ponga in essere la condotta richiesta. D'altro canto, va data primaria considerazione al fatto che il premio di maggiorazione possa operare solo in dipendenza di una variabile estrinseca rappresentata dalla volontà di uno specifico socio di detenere le azioni per il tempo necessario alla maturazione, cosicché può essere affermato che il fatto condizionante il riconoscimento della maggiorazione non inerisca all'azione ma al suo titolare. Cfr. MARCHISIO E., *La maggiorazione del voto (art. 127-quinquies): récompense al socio stabile o truccage del socio di controllo?*, Giuffrè 2015, p. 81.

²²¹ TOMBARI U. E LUCIANO A. M., *Art. 127-*quater* TUF*, in "Le società per azioni", commentario diretto da Pietro Abbadesse e Giuseppe B. Portale, Giuffrè 2016, p. 3942.

²²² STELLA RICHTER JR. M., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Rivista del diritto commerciale*, prima parte 2011, p.89.

autorizzata dallo statuto si offre un premio all'azionista che interviene in proprio o per delega alle adunanze assembleare ed ivi esercita il proprio diritto di voto²²³.

Inoltre, erano noti alla prassi societaria, sia italiana che straniera, incentivi per azionisti fedeli previsti in occasione del collocamento tra il pubblico di titoli azionari (celebri i casi delle varie OPV di azioni delle società privatizzate)²²⁴.

Dal punto di vista delle finalità, ad una prima lettura la norma si lascia apprezzare come indirizzata all'incentivazione dell'azionariato stabile, ossia quale strumento normativo volto a porre un limite all'investimento speculativo nel capitale delle società quotate²²⁵.

Così come rilevato per quanto riguarda l'istituto della maggioranza del voto, anche per il dividendo maggiorato il legislatore sembrerebbe aver dato una considerazione meritoria alla fidelizzazione del socio nella forma del mero mantenimento delle azioni per un intervallo temporale di medio-lungo termine, riprendendo così una tendenza affermata a livello internazionale e recependo l'impulso all'investimento di lungo periodo proveniente dalle istituzioni comunitarie²²⁶.

Infatti, come riportato nel Libro Verde della Commissione Europea del 25 marzo 2013, l'orientamento ad oggi prevalente è quello volto a ritenere i finanziamenti a lungo termine quali espedienti essenziali per la formazione del capitale di lunga durata, tra cui rientrano beni materiali (come infrastrutture nel campo dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, impianti industriali e di servizio, edilizia abitativa nonché tecnologie di adattamento al cambiamento climatico e di eco-innovazione) e beni immateriali (ad esempio istruzione, ricerca e sviluppo) che promuovano l'innovazione e la competitività. Molti di questi investimenti determinano benefici pubblici di più ampia portata; giovano infatti alla società nel suo complesso, nella misura in cui sostengono servizi essenziali e migliorano il tenore di vita. Al fine di sostenere tali investimenti

²²³ FARRANDO MIGUEL I., *Consideraciones sobre la prima de asistencia a las juntas de socios*, in Academia Matritense del Notariado, *La Junta General de las sociedades de capital. Cuestiones actuales*, Madrid, 2009, p. 291 ss.

²²⁴ Ibid,

²²⁵ D'altronde, si esprime in questo senso la stessa Relazione allo schema di decreto, p.8, che individua la finalità dichiarata della norma nel favor normativo verso la stabilità dell'azionariato anche come presupposto per un maggior coinvolgimento dei piccoli azionisti nell'esercizio dei diritti sociali. Cfr. Assonime, *Il recepimento della direttiva europea sui diritti degli azionisti con il d.lgs. 27 gennaio 2010, n.27: gli effetti sugli statuti delle società quotate e i nuovi termini per le assemblee*, Circolare Assonime 11/2010, in Rivista delle Società 2010, p.564.

²²⁶ In questo senso ad esempio, *Commissione Europea, Libro Verde. Il finanziamento a lungo termine dell'economia europea*, 25 marzo 2013.

sono tuttavia necessari dei finanziamenti di lungo termine prevedibili che l'economia deve incentivare per mezzo di meccanismi idonei ad attrarre e gestire al meglio il risparmio²²⁷.

Inoltre, sono state le stesse crisi economiche dell'ultimo decennio ad evidenziare le lacune di una gestione delle imprese improntata ad un'ottica di breve periodo (c.d. *short termism*) e a determinare la conseguente esigenza di recuperare un'idea di azionariato maggiormente coinvolto nella funzione di vigilanza sul management societario per il tramite di un investimento di lungo periodo.

In relazione a ciò, il fenomeno dello *short-termism* provoca una politica imprenditoriale volta ad assecondare gli interessi del momento dei principali stakeholders delle società, dato che lo stesso management è valutato sulla base dei risultati raggiunti nel breve periodo di governo societario di propria pertinenza. In questo contesto, il recupero di politiche economiche e strumenti normativi che favoriscono un azionariato ed un investimento più stabili consentono agli amministratori di potersi muovere entro spazi di azione e di pianificazione più ampi e ragionevoli da cui poter sviluppare degli obiettivi di medio-lungo periodo.

Questo determina di conseguenza una gestione finanziaria più oculata ed improntata alla considerazione del profitto momentaneo quale fattore di gestione potenzialmente negativo, dovendosi dare preponderanza alla considerazione del profitto realizzabile in una prospettiva temporale anche più lontana del periodo di gestione del management che effettua significative scelte di investimento con potenziali ricadute negative sul bilancio immediatamente successivo²²⁸.

In riferimento a tali obiettivi di politica imprenditoriale, è possibile ritenere che sia l'art. 127-*quater*, che l'art. 127-*quinquies*, TUF, i quali prevedono rispettivamente gli istituti della maggiorazione del dividendo e del voto, si pongono in linea di continuità con la più recente dottrina giuridico-economica rivolta al favor verso la categoria dell'azionista stabile (c.d. *long-termism*) quale soluzione necessaria ad incentivare l'investimento non meramente speculativo anche nella prospettiva di disincentivare l'eccessiva volatilità

²²⁷ Ibid, p.2.

²²⁸ Cfr. TOMBARI U. E LUCIANO A. M., *Art. 127-*quater* TUF*, in "Le società per azioni", commentario diretto da Pietro Abbadessa e Giuseppe B. Portale, Giuffrè 2016, p. 3943.

dei titoli quotati²²⁹. In tal senso, se l'insieme delle partecipazioni ininfluenti costituisce una percentuale significativa del flottante, la maggiorazione del dividendo, nel ridurre l'incentivo alla negoziazione dei titoli, può contribuire a stabilizzare i prezzi di mercato delle azioni a tutto vantaggio della società²³⁰.

Rispetto a tali considerazioni relative alle principali finalità del dividendo maggiorato, sono stati sollevati una serie di dubbi in dottrina circa l'effettiva capacità dell'istituto come congegnato dal legislatore di conseguire gli obiettivi per cui è stato inserito nel nostro ordinamento.

Così, da un punto di vista funzionale è stato opposto che l'art.127-*quater*, TUF, non incentiva l'attivismo dei soci nella partecipazione alla vita sociale, dato che la disposizione sembrerebbe destinata a fornire un premio alla sola partecipazione sociale ininfluente, limitando l'investimento non meramente speculativo nelle società quotate ma non anche la scarsa partecipazione alla vita sociale²³¹. Semmai è stato riscontrato come essa comporterebbe un certo grado di disinteresse nella gestione del portafoglio azionario, spingendo i soci a confidare nella remunerazione aggiuntiva dell'investimento azionario derivante dalla mancata movimentazione dello stesso e, quindi, a non seguire l'andamento dell'investimento e a mancare di cogliere le occasioni di guadagno sul mercato²³².

²²⁹ MARCHISIO E., *La maggiorazione del voto (art.127-quinquies TUF): r compense al socio "stabile" o truccage del socio di controllo?*, Banca, borsa, titoli di credito, fasc.I, 2015, p.88.

²³⁰ Cit. MARCHISIO E., *La maggiorazione del dividendo*, in "I diritti degli azionisti delle societ  quotate", a cura di Nicoletta Ciocca e Giorgio Maras , Giappichelli, Torino, 2015, p.188.

²³¹ In tal senso: STELLA RICHTER JR. M., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in Rivista del diritto commerciale, prima parte 2011, p. 90 ss.; DE LUCA N., *Maggiorazione del dividendo o parit  di trattamento: quale regola   pi  gradita ai mercati finanziari?*, reperibile nel sito http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/12032/de_luca.pdf; RESCIO G.A., *Le clausole di maggiorazione del dividendo nell'evoluzione delle societ  azionarie*, in AA. VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle societ  di capitali*. Studi in onore di G.E. Colombo, Torino, 2011, p. 278 ss.

²³² STELLA RICHTER JR. M., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in Rivista del diritto commerciale, prima parte 2011, p. 90 ss.

Secondo CUGNASCO R., *La maggiorazione del dividendo nelle societ  quotate*, in Rivista del diritto commerciale, 2011, p. 924, in tale prospettiva, il dividendo maggiorato potrebbe assumere la configurazione di un istituto volto a rafforzare la capacit  di raccolta del capitale di rischio pi  che di uno strumento di rafforzamento della democrazia societaria come affermato nella Relazione al Decreto. Infatti, la maggiorazione potrebbe avere l'effetto di rappresentare un deterrente al disinvestimento del piccolo azionista che, pur di non perdere il relativo beneficio, sarebbe disposto a non esercitare il diritto di exit nonostante i suoi diritti di voce a livello societario rimangano sostanzialmente limitati. E' stato poi fatto notare che l'incentivo alla stabilit  del piccolo azionariato provocato dalla norma, contrapposto all'assenza di un effettivo meccanismo di coinvolgimento dei soci alla partecipazione alle assemblee e

In altri termini, si può sostenere che la clausola base congegnata dal legislatore si debba prestare ad interventi migliorativi da parte dell'autonomia statutaria, altrimenti si potrebbe determinare un effetto negativo di riduzione degli scambi azionari ed un'ingessatura dell'azionariato. Ad esempio, al fine di stimolare l'esercizio dei diritti di voce degli azionisti che usufruiscono del premio di maggiorazione, sarebbe possibile subordinare la percezione del premio all'esercizio corretto del diritto di integrazione dell'ordine del giorno, alla presentazione di proposte di delibere e di contributi all'elaborazione di decisioni, alla presentazione di liste di candidati alle cariche sociali o all'esercizio corretto dei diritti di intervento e di voto. Peraltro, dell'ammissibilità di codeste condizioni ulteriori non pare doversi dubitare, in quanto esse hanno l'effetto di allineare l'interesse del singolo con l'interesse sociale, così limitando il fenomeno degli investimenti speculativi e lasciando comunque libero l'azionista di esercitare i suoi diritti nel modo che ritiene più opportuno²³³. Inoltre, tale impostazione sembra essere confermata dall'analisi comparatistica a livello di ordinamenti europei.

In relazione a ciò, è necessario notare che la soluzione adottata dal legislatore italiano riprende sotto certi aspetti sia quella adottata nell'ordinamento tedesco, sia quella francese in tema di maggiorazione del dividendo, dato che nel momento in cui è stata introdotta non rappresentava di certo un unicum a livello europeo. Infatti, per quanto riguarda il primo, il §60 AktG, esso prevede che la ripartizione dei dividendi debba essere proporzionale alla quota di capitale posseduta da ciascun azionista²³⁴, sancendo

all'esercizio delle proprie prerogative, avrebbe l'effetto opposto rispetto a quello auspicato, ossia stabilirebbe un limite alla circolazione delle azioni con conseguente perdita di efficienza dei meccanismi di governo e controllo della società mediante l'esercizio del diritto di voto.

Invece, secondo MARCHISIO E., *La maggiorazione del dividendo*, in "I diritti degli azionisti delle società quotate", a cura di Nicoletta Ciocca e Giorgio Marasà, Giappichelli, Torino, 2015, p. 189, tali critiche non sono, condivisibili nella loro pienezza. Infatti, è vero che l'art. 127-quater subordina il riconoscimento del premio di maggiorazione al mero mantenimento della titolarità delle azioni per un certo periodo di tempo senza considerare il modo in cui verranno esercitati i diritti connessi alla partecipazione, ma d'altra parte la stessa norma fa salva la facoltà concessa all'autonomia statutaria di prevedere "condizioni ulteriori" per il riconoscimento del beneficio, espressione questa che può ricomprendere anche talune condizioni di esercizio dei diritti connessi alle partecipazioni di minoranza ad incentivazione dell'attivismo dei piccoli azionisti.

²³³ RESCIO G., *Clausole di maggiorazione del dividendo ad incentivazione dell'azionariato attivo*, 2012, in Fondazione Italiana del Notariato, p.5.

²³⁴ §60, 1 AktG: "Die Anteile der Aktionäre am Gewinn bestimmen sich nach ihren Anteilen am Grundkapital".

inoltre al secondo paragrafo che, laddove non tutti gli azionisti non abbiano liberato le azioni o non lo abbiano fatto in eguale misura, i dividendi possono essere ridotti rispetto alla partecipazione al capitale in ragione dell'effettiva liberazione o anche essere esclusi²³⁵. Tuttavia, come aggiunto dal successivo terzo paragrafo, l'atto costitutivo può prevedere un diverso metodo di distribuzione degli utili²³⁶, cosicché nel diritto tedesco sono disponibili una serie di soluzioni ad incentivazione dell'attivismo dei soci che potrebbero essere adottate anche nell'ordinamento italiano data l'ampiezza dell'espressione "condizioni ulteriori" di cui all'art. 127-*quater*, TUF. Ad esempio, non sembrerebbe sussistere alcun ostacolo per le società quotate italiane circa l'adozione di gettoni di presenza di diritto tedesco che rappresentano mezzi effettivamente idonei ad incentivare l'esercizio da parte dei soci dei propri diritti e prerogative²³⁷, seppur nel rispetto della condizione non prevista nell'ordinamento tedesco consistente nel mantenimento delle azioni per il periodo di tempo previsto a livello legislativo o statutario.

Sotto quest'ultimo aspetto relativo alla condizione del possesso continuato delle azioni, il legislatore italiano sembra essersi invece ispirato al corrispondente istituto di derivazione francese che subordina il beneficio di maggiorazione al trascorrere di un periodo minimo di due anni di iscrizione nominativa dell'azionista a norma dell'art. L232-14 Code de Commerce nel testo introdotto dall'Ordonnance 22 gennaio 2009²³⁸.

Bisogna sottolineare come le differenze nel modo in cui è modellato l'istituto del dividendo maggiorato nei tre ordinamenti contemplati siano significative. E' di intuitiva

²³⁵ §60,2 AktG, "Sind die Einlagen auf das Grundkapital nicht auf alle Aktien in demselben Verhältnis geleistet, so erhalten die Aktionäre aus dem verteilbaren Gewinn vorweg einen Betrag von vier vom Hundert der geleisteten Einlagen. 2Reicht der Gewinn dazu nicht aus, so bestimmt sich der Betrag nach einem entsprechend niedrigeren Satz. 3Einlagen, die im Laufe des Geschäftsjahrs geleistet wurden, werden nach dem Verhältnis der Zeit berücksichtigt, die seit der Leistung verstrichen ist".

²³⁶ §60, AktG, "Die Satzung kann eine andere Art der Gewinnverteilung bestimmen".

²³⁷ KLÜHS H., *Präsenzbonus für die Teilnahme an der Hauptversammlung*, in ZIP, 2006, p.107 ss.

²³⁸ L232-14, Code de Commerce "Une majoration de dividendes dans la limite de 10 % peut être attribuée par des statuts à tout actionnaire qui justifie, à la clôture de l'exercice, d'une inscription nominative depuis deux ans au moins et du maintien de celle-ci à la date de mise en paiement du dividende. Son taux est fixé par l'assemblée générale extraordinaire. Dans les sociétés dont les titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé, le nombre de titres éligibles à cette majoration de dividendes ne peut excéder, pour un même actionnaire, 0, 5 % du capital de la société. La même majoration peut être attribuée, dans les mêmes conditions en cas de distribution d'actions gratuites.

Cette majoration ne peut être attribuée avant la clôture du deuxième exercice suivant la modification des statuts".

evidenza la maggiore flessibilità della disposizione tedesca rispetto a quella italiana dell'art. 127-*quater*, TUF, non ponendo la prima limiti all'ammontare della maggiorazione e consentendo anche agli statuti delle società chiuse di sancire il relativo beneficio e non predeterminandone i relativi beneficiari, laddove la seconda è applicabile solo alle società quotate, limita il beneficio al 10 per cento del dividendo attribuito alle azioni della stessa categoria e non estende la maggiorazione ai soci che anche indirettamente abbiano esercitato una posizione di controllo sulla società. D'altra parte, in confronto alla disposizione italiana, quella francese prevede un beneficio attribuibile anche in società non quotate, tuttavia limitato ad una quota di partecipazione pari allo 0,5 per cento nel caso di società quotate analogamente a quanto sancito dall'art. 127-*quater* TUF, oltretutto applicabile ad ogni azionista e non solo ad azionisti c.d. ininfluenti. Inoltre le due norme differiscono dal punto di vista della durata del periodo minimo di iscrizione nominativa. Comunque, nonostante le riferite differenze circa la strutturazione dello stesso istituto in diversi ordinamenti europei, è possibile notare come il legislatore italiano abbia adottato una norma a metà strada tra l'ordinamento tedesco e francese per cui, con soluzione simile al primo, ad impulso dell'attivismo dei soci potrà essere sfruttata l'ampiezza dell'autonomia statutaria nella facoltà di prevedere "condizioni ulteriori", mentre, con soluzione simile al secondo, la stabilità dell'azionariato viene protetta tramite un'apposita condizione legale che subordina il riconoscimento della maggiorazione alla titolarità prolungata delle azioni per un certo intervallo continuato di tempo²³⁹.

Spostando, poi, l'attenzione sul piano della politica del diritto, un'autorevole dottrina ha rilevato che la disposizione in commento risulterebbe potenzialmente illegittima se rapportata alle finalità del recepimento della Direttiva sui diritti degli azionisti o comunque in contrasto con le regole di funzionamento dei mercati finanziari nazionale e comunitario che sono improntate a favorire la contendibilità del controllo²⁴⁰.

²³⁹ MARCHISIO E., *La maggiorazione del dividendo*, in "I diritti degli azionisti delle società quotate", a cura di Nicoletta Ciocca e Giorgio Marasà, Giappichelli, Torino, 2015, p. 187. Concorde sul punto anche DE LUCA N., *maggiorazione del dividendo o parità di trattamento*, 2011, p.7.

²⁴⁰ Infatti, l'art. 127-*quater* TUF, condiziona l'attribuzione del relativo premio alla circostanza della durata della partecipazione nella società quotata, migliorando così la stabilità nel tempo dell'azionariato e riducendo il grado di contendibilità della società. Peraltro, il fatto che la disposizione sia stata inserita in un momento storico in cui il legislatore ha effettuato interventi legislativi volti a ridurre la contendibilità delle società quotate non sembrerebbe, sempre secondo la critica, apparire come giustificazione sufficiente ad una previsione che aumenta la durata dell'investimento azionario, sacrificando al contempo

Oltretutto, se l'insieme delle partecipazioni ininfluenti costituisce una parte significativa del flottante, la maggiorazione del dividendo, nel ridurre l'incentivo alla negoziazione dei titoli, può contribuire a stabilizzare i prezzi di mercato delle azioni a tutto vantaggio della società²⁴¹.

A conforto della validità dell'istituto in commento, va anche riportato che un azionariato più duraturo e non mosso da meri intenti speculativi comporta una significativa riduzione del fenomeno del trading sui titoli della società quotata interessata, con conseguente diminuzione delle commissioni pagate agli intermediari il cui costo non è quasi mai correttamente valutato da parte degli investitori professionali²⁴².

Passando allo studio dell'applicabilità pratica dell'istituto, sono venuti in considerazione vari aspetti problematici a cui non è stata sempre trovata una risposta.

Un primo aspetto critico consiste nella difficoltà di quantificare il dividendo erogabile ai soci, dato che la maggiorazione si applica nei confronti dei soli azionisti che si trovino in una certa condizione soggettiva, tanto più nel caso in cui siano presenti ulteriori categorie azionarie o venga in rilievo una distribuzione di acconti sui dividendi.

Questi problemi di quantificazione possono essere risolti facendo ricorso al metodo del bottom up, per cui dal dividendo unitario si determina l'ammontare globale della distribuzione, quanto al metodo del top down, per cui dall'ammontare complessivo della distribuzione si determina il dividendo unitario.²⁴³

l'intento speculativo degli azionisti quale strumento essenziale per rendere il mercato dei capitali efficiente. STELLA RICHTER JR. M., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in Rivista del diritto commerciale, prima parte 2011, p. 105.

A questa impostazione dottrinale è stato opposto che il dividendo maggiorato, così come strutturato nell'ordinamento italiano, favorendo un investimento non meramente speculativo, consente di disincentivare l'eccessiva volatilità dei titoli quotati. Sul punto DE LUCA N., *Problemi di fedeltà ed uguaglianza tra azionisti: riflessioni sull'art. 127-quater TUF*, in RDS 2012, p.24.

²⁴¹ Cit., CUGNASCO R., *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in Rivista del diritto commerciale, 2011, p. 188.

²⁴² Cfr. MORERA U.-MARCHISIO E., *Finanza, mercati, clienti e regole ... ma soprattutto persone*, in AGE, 2012, p. 19 ss.

²⁴³ Tali tecniche sono state già consolidate nella loro applicazione nella conversione della cifra del capitale sociale in euro tramite il c.d. decreto Euro (d.lgs. 24 giugno 1998, n.213), tuttavia ciascuna di esse determina la necessità di sacrificare uno specifico interesse consistente, nel caso del bottom up, nella necessaria prudenza che impone di non distribuire tutto l'utile distribuibile con la necessità di doverne accantonare una parte, invece, nel caso del top down, nell'impossibilità di indicare prima della distribuzione un dividendo unitario, generando un'incognita sgradita al mercato dei capitali. Cit. DE LUCA N., *maggiorazione del dividendo o parità di trattamento*, 2011, p.3.

Sempre a livello di applicabilità dell'istituto è stato fatto notare come sia difficoltoso ritrovare un interesse dei soci di controllo ad assumere una delibera che introduca un istituto che riduce sostanzialmente una parte di utile ad essi disponibile in sede di distribuzione per destinarla a soci di minoranza. Difatti, a differenza della maggiorazione di voto di cui all'art. 127-*quinquies*, TUF, l'istituto in questione può essere applicato solo a vantaggio dei piccoli azionisti. Senonché, da questo punto di vista la maggiorazione del dividendo potrebbe rappresentare uno strumento antiscalata in caso di Opa ostile, disponibile a favore del socio di maggioranza che intenda convincere gli azionisti di minoranza a non vendere in cambio del riconoscimento del premio di maggiorazione²⁴⁴.

Infine, nella prospettiva dello Stato esattore, il dividendo maggiorato si potrebbe porre quale strumento normativo che, a fronte dell'effetto positivo in termini di stabilità dell'azionariato, limita il ritorno a favore dello Stato in termini di imposta sul capital gain²⁴⁵.

2.3 Dubbi di illegittimità costituzionale dell'art. 127-*quater*, TUF

La disposizione dell'art. 127-*quater*, TUF, si espone a fondate eccezioni di illegittimità costituzionale sollevate da più parti²⁴⁶.

Innanzitutto, è stata sottolineata la problematica relativa alla potenziale incostituzionalità per eccesso di delega, dato che la norma non sembrerebbe trovare alcuna corrispondenza con le tecniche di tutela previste dalle norme comunitarie

²⁴⁴ CUGNASCO R., *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in Rivista del diritto commerciale, 2011, p. 926.

²⁴⁵ STELLA RICHTER JR. M., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in Rivista del diritto commerciale, prima parte, 2011, p. 92.

²⁴⁶ ATLANTE N.-STELLA RICHTER JR. M., *Il recepimento in Italia della direttiva sui diritti degli azionisti*, Studio n. 62-2010/1, a cura del Consiglio Nazionale del Notariato, 2010, p. 439 ss., reperibile nel sito www.notariato.it, sezione studi e materiali;

Concordi sul punto gli autori: Cfr. MONTALENTI P. E BALZOLA S., *La società per azioni quotata: estratto da Le nuove spa, opera diretta da Oreste Cagnasso, Luciano Panzani. Zanichelli, 2010, p.99*. Cfr. STELLA RICHTER JR. M., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in Rivista del diritto commerciale, prima parte 2011, p.92 ss.; MARCHISIO E., *La maggiorazione del dividendo*, in "I diritti degli azionisti delle società quotate", a cura di Nicoletta Ciocca e Giorgio Marasà, Giappichelli, Torino, 2015, p.193; RESCIO G., sub art. 127-*quater*, TUF, in "Il Testo unico della Finanza", a cura di Fratini e Gasparri, 3, Utet, p. 1783.

previste nella Direttiva sui diritti degli azionisti 2007/36/CE, in attuazione della quale il dispositivo del dividendo maggiorato è stato inserito nell'ordinamento italiano.

Infatti, il Parlamento aveva delegato il Governo a dare attuazione puramente e semplicemente alla direttiva sui diritti degli azionisti, la quale, tuttavia, non si occupa affatto della materia dei diritti patrimoniali dei soci cui si riferisce l'istituto in questione. Ne consegue che il Governo sembrerebbe aver agito al di là dei propri poteri, potendosi configurare nello specifico la violazione dell'art. 76 Costituzione, il quale dispone: *“L'esercizio della funzione legislativa non può essere delegato al Governo se non con determinazione di principi e criteri direttivi e soltanto per tempo limitato e per oggetti definiti”*.

A conforto di tale tesi, vi è da rilevare che nell'ambito dei pareri resi sullo schema di decreto legislativo, entrambe le commissioni parlamentari competenti hanno provveduto ad invitare il Governo a valutare *“se la materia rientri nell'ambito della delega legislativa conferita per l'attuazione della direttiva 2007/36/CE e se sia pertanto opportuno, sotto tale profilo, mantenere tale disposizione nello schema del decreto legislativo”*.

Oltretutto, è stato rilevato un'ulteriore potenziale censura di incostituzionalità parziale della norma derivante dall'ipotetico contrasto dell'art. 127-*quater*, TUF, con l'art. 3 della Costituzione il quale dispone al secondo comma che: *“E` compito della Repubblica rimuovere gli ostacoli di ordine economico e sociale, che, limitando di fatto la libertà e l'eguaglianza dei cittadini, impediscono il pieno sviluppo della persona umana e l'effettiva partecipazione di tutti i lavoratori all'organizzazione politica, economica e sociale del Paese”*.

Per alcuni commentatori²⁴⁷ è apparso infatti irragionevole prevedere l'applicazione del dividendo maggiorato solo in riferimento alle società quotate e non anche alle società chiuse, sempre che non si voglia intendere l'istituto in termini di limitazione per le

²⁴⁷ Concordi sul punto una serie di autori: MONTALENTI P. E BALZOLA S., *La società per azioni quotata: estratto da Le nuove spa, opera diretta da Oreste Cagnasso, Luciano Panzani*, Zanichelli, 2010, p.99. STELLA RICHTER JR. M., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Rivista del diritto commerciale*, prima parte 2011, p.92 ss. MARCHISIO E., *La maggiorazione del dividendo*, in *I diritti degli azionisti delle società quotate*, a cura di Nicoletta Ciocca e Giorgio Marasà, Giappichelli, Torino, 2015, p.193; RESCIO G., sub art. 127-*quater*, TUF, in *“Il Testo unico della Finanza”*, a cura di Fratini e Gasparri, 3, Utet, p. 1783.

società quotate, invece che in termini di riconoscimento di una potenzialità non spettante alle società con azioni non quotate.

Nonostante la validità dei dubbi sollevati circa la legittimità costituzionale della norma, entrambe le censure possono essere superate facendo riferimento alla funzione della disposizione in considerazione. Infatti, al di là dell'esservi riuscito o meno, il legislatore, tramite il meccanismo di maggiorazione sotteso alla norma, mira ad incentivare l'attivismo dei soci di minoranza che non siano animati da un intento esclusivamente speculativo, il che è coerente con lo spirito della Direttiva sui diritti degli azionisti poiché quest'ultima concede all'art. 3 l'autorizzazione agli stati membri ad adottare ulteriori misure rispetto a quelle da essa disciplinate e volte a facilitare l'esercizio dei diritti di voce da parte degli azionisti. D'altro canto, sotto il profilo del rispetto del principio di proporzionalità, il suddetto obiettivo prefissato dal legislatore sembra idoneo a giustificare l'applicazione di una disciplina di favore agli azionisti ininfluenti nelle società quotate²⁴⁸.

Per queste ragioni non sembrerebbe doversi concludere nel senso dell'illegittimità costituzionale dell'art. 127-*quater*, TUF, né rispetto all'art. 76, né 3 Costituzione, sebbene è opportuno assumere che le società che saranno interessate ad inserire nel proprio statuto clausole di maggiorazione del dividendo al fine di attuare una strategia di attrazione degli investitori, dovranno tener conto del carattere precario di tali clausole dovuto alla possibilità del sollevamento di procedimenti giudiziari sulla loro validità. Infatti, si può riscontrare come uno dei principali motivi di ritrosia delle società quotate italiane a ricorrere all'istituto sia rappresentato dalla circostanza che tanto le deliberazioni introducenti modifiche statutarie volte a prevedere la possibilità della maggiorazione del dividendo, quanto le singole deliberazioni che successivamente decidessero l'attribuzione differenziata dello stesso, sarebbero con ogni probabilità impugnate ovvero condurrebbero ad azioni risarcitorie da parte di soci danneggiati dalla distribuzione non strettamente proporzionale del dividendo²⁴⁹.

²⁴⁸ In tal senso concordi: cfr. RESCIO G., *sub art. 127-quater*, p.1783; MARCHISIO E., *La maggiorazione del dividendo*, in "I diritti degli azionisti delle società quotate", a cura di Nicoletta Ciocca e Giorgio Marasà, Giappichelli, Torino, 2015, p.191.

²⁴⁹ Cit. ATLANTE N.-STELLA RICHTER JR M., *Il recepimento in Italia della direttiva sui diritti degli azionisti*, Studio n. 62-2010/1, a cura del Consiglio Nazionale del Notariato, 2010, reperibile nel sito www.notariato.it, sezione studi e materiali, p.6.

2.4 Coordinamento tra la maggiorazione del dividendo e il principio della parità di trattamento

Una specifica questione interpretativa attiene alla compatibilità dell'istituto del dividendo maggiorato con il principio della parità di trattamento così come formulato nell'ambito della disciplina delle società quotate dall'art. 92, comma primo, TUF, per cui: *“Gli emittenti quotati e gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine assicurano il medesimo trattamento a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni”*.

Bisogna, innanzitutto, riscontrare come il principio della parità di trattamento degli azionisti vada necessariamente distinto dal principio della proporzionalità tra dividendi e partecipazione azionaria.

Il principio della parità finisce, infatti, per inerire il concetto di eguaglianza tra azionisti, il quale sublimato ad eguaglianza assoluta tra azionisti presupporrebbe la necessità di dar peso esclusivo alle persone e non alla quantità e alla qualità delle azioni. Tale impostazione del principio di uguaglianza risulta tuttavia incompatibile con un modello di governo societario tipico dei paesi occidentali basato non solo su un principio maggioritario per teste, bensì su un principio maggioritario per quote di interesse. Da ciò deriva che almeno a livello comunitario il principio d'uguaglianza vada inteso come regola non già di assoluta uguaglianza ma di trattamento eguale di soci che si trovano in una situazione identica, ammettendosi, d'altra parte, un trattamento differenziato di soci che si trovino in una situazione diversa²⁵⁰.

Per quanto attiene il principio della proporzionalità tra dividendi e partecipazione azionaria, esso comporta che le azioni debbano essere considerate delle partecipazioni tipo standardizzate a nulla rilevando la quantità posseduta o la qualità dell'azionista. Le ragioni che spingono all'implementazione di tale principio sono essenzialmente due: in primis gli agenti sono maggiormente incentivati ad agire nell'interesse dei propri principal; in secundis, è più semplice per la società raccogliere capitale tra il pubblico quando agli investitori sono offerti dei beni standardizzati che possono essere scambiati sul mercato secondario ad un certo prezzo. Questo per la ragione di base che più sono

²⁵⁰ DE LUCA N., *Maggiorazione del dividendo o parità di trattamento: quale regola è più gradita ai mercati finanziari?*, reperibile nel sito http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/12032/de_luca.pdf, 2011, p.9.

attendibili le stime circa il dividendo distribuibile in virtù del possesso di una certa partecipazione, più alta sarà la capacità della società di emettere azioni per aumentare il proprio capitale²⁵¹.

Questa fondamentale distinzione tra principi è utile al fine di rilevare come l'istituto della maggiorazione del dividendo di per sé non incida tanto sul principio della parità di trattamento assimilabile all'esposta regola dell'eguaglianza relativa tra soci, bensì tenda a derogare al diverso principio della proporzionalità del dividendo. Tuttavia, al fine di escludere il contrasto dell'art. 127-*quater* TUF con l'art. 92 TUF è necessario verificare che la situazione sostanziale di deroga alla parità sia giustificabile per la presenza di soci che versino in condizioni effettivamente diseguali. Infatti, se ogni tipo di difformità di situazione potesse porsi a fondamento di una disciplina differenziata, l'art. 92 TUF verrebbe ad essere svuotato nel suo contenuto precettivo²⁵².

Sarà, dunque, indispensabile che la disparità nella regolazione di situazioni simili tramite la previsione del dividendo maggiorato sia fondata sull'indagine della meritevolezza del relativo beneficio rispetto al parametro dell'interesse sociale²⁵³. Altresì la discriminazione sulla cui base viene attribuito il premio dovrà essere idonea a raggiungere l'obiettivo che la giustifica e dovrà essere strettamente proporzionata a tal fine.²⁵⁴

²⁵¹ DE LUCA N., Unequal Treatment and Shareholders Welfare Growth. "Fairness" V. "Precise Equality", in Riv. Soc. 2009, fasc. 4, pag. 697.

²⁵² MARCHISIO E., *La maggiorazione del dividendo*, in "I diritti degli azionisti delle società quotate", a cura di Nicoletta Ciocca e Giorgio Marasà, Giappichelli, Torino, 2015, p. 191.

²⁵³ NOCELLA S., in *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, Commentario a cura di G. Guerrieri, *sub art. 127-*quater**, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2011, p. 712 ss.

²⁵⁴ RESCIO G., 2012, p. 1794 e SACCO GINEVRI A., *L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in *RDS*, 2012, p. 231 ss.

Secondo RESCIO G., in *Clausole di maggiorazione del dividendo ad incentivazione dell'azionariato attivo*, p. 6, a livello applicativo, una possibile soluzione rispettosa dei criteri enunciati, potrebbe essere rappresentata dall'introduzione di azione speciali in relazione alle quali operi il beneficio della maggiorazione, le quali siano emesse a favore di una categoria specifica di azionisti come gli investitori istituzionali, stabilendo il venir meno del beneficio del dividendo maggiorato nel caso in cui le azioni siano alienate a soggetti non appartenenti alla stessa categoria.

In aggiunta, un'ulteriore soluzione conforme al principio della parità di trattamento ex art. 92 TUF sarebbe rappresentata dall'inserimento della clausola di maggiorazione del dividendo nella fase di avvio della società mediante una relativa delibera adottata all'unanimità da parte di tutti i soci, necessariamente in numero limitato nella fase iniziale di attività societaria. Il consenso unanime eliminerebbe ogni dubbio circa la violazione dell'art. 92 TUF ai danni dei soci attuali cui non spetti il dividendo maggiorato, laddove, per quanto riguarda i soci che subentreranno, sarà necessario che quelli progressi informino gli

Vi è, comunque, da rilevare come sul piano del contrasto con l'art. 92 TUF rimarrebbe comunque illegittima ogni clausola di maggiorazione del dividendo che facesse dipendere l'attribuzione del relativo premio da una valutazione discrezionale da parte degli organi sociali e in particolar modo dell'organo amministrativo, dovendo essa essere subordinata al verificarsi di requisiti obiettivi. In via generale, si ritiene che il premio di maggiorazione non possa essere attribuito valutando l'attività svolta dal socio, ad esempio in relazione al tipo di voto espresso o alla qualità o alla lunghezza degli interventi svolti²⁵⁵. Infatti, ciò profilerebbe un contrasto della clausola di maggiorazione con il principio di parità di trattamento per il fatto che la prima verrebbe a dipendere dall'interesse del momento di specifici stakeholders, più che dalla realizzazione dell'interesse sociale nel suo complesso.

Ancora, una volta accettato l'istituto della maggiorazione del dividendo possa operare, seppur sotto strette condizioni, nel rispetto dell'art. 92 TUF, determinando essa un vulnus per il solo principio di proporzionalità, bisogna chiedersi se prima del d.lgs. 27/2010 meccanismi simili a quello dell'art. 127-*quater* TUF potessero essere previsti a livello statutario, dato che, escluso il predetto profilo di incompatibilità tra norme, non sembra ostare ad una conclusione di segno positivo nessun altro principio di diritto societario²⁵⁶.

In relazione a ciò, non è senz'altro possibile escludere che il requisito della titolarità continuativa delle azioni determini il fatto che la maggiorazione del dividendo, analogamente a quanto rinvenibile in tema di voto maggiorato, non inerisca all'azione ma al suo titolare, introducendo tale istituto un elemento personalistico nella disciplina delle società per azioni²⁵⁷. Senonché, a livello sostanziale il requisito della titolarità può

stessi in maniera chiara e completa circa la presenza di clausole attributive di privilegi di natura patrimoniale del tipo considerato.

²⁵⁵ STELLA RICHTER M., *Prime considerazioni sul dividendo maggiorato*, Rivista Bancaria-Minerva Bancaria n. 5.6/2010, p.71.

²⁵⁶ Cit. D'ATTORRE G., *il principio di uguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007, il quale notò che il subordinamento della maturazione del dividendo maggiorato alla titolarità ininterrotta delle stesse azioni per un certo periodo di tempo rappresentasse pur sempre un criterio soggettivo nella distribuzione degli utili, poiché si fonda non sul numero o sulla qualità delle azioni possedute ma sulla qualità personale del socio che abbia detenuto il possesso delle azioni per un certo periodo di tempo.

²⁵⁷ MARCHISIO E., *La maggiorazione del voto*, p. 80. Secondo l'autore, da tale impostazione deriverebbe che, prima dell'introduzione dell'art. 127-*quater*, delle clausole di maggiorazione del dividendo non sarebbero state ammissibili per incompatibilità con il principio della parità di trattamento, in quanto implicanti un apprezzamento di una situazione soggettiva.

essere ritenuto anche come criterio astrattamente applicabile in maniera oggettiva in riferimento a chiunque adotti la condotta necessaria ad accedere al beneficio²⁵⁸.

2.5 L'esclusione dal beneficio delle *minoranze qualificate*

Occorre da subito rilevare come il vero *punctum dolens* nella disciplina del dividendo maggiorato sia rappresentato dal fatto che, a norma dell'art. 127-*quater*, comma 2, TUF, è escluso l'accesso al premio di maggiorazione non solo ai soci di controllo, ma anche alle "minoranze qualificate", indicandosi con tale espressione i soci di minoranza che siano titolari di una partecipazione superiore allo 0,5% del capitale sociale. Resta, poi, salva la facoltà dei soci di indicare nello statuto una soglia inferiore a quella sopra menzionata.

Dalla lettera della norma è comunque consentito ritenere che il dividendo maggiorato possa essere maturato entro la soglia massima e, dunque, che non sia escluso per la totalità delle azioni nel caso in cui la predetta soglia venga superata. Inoltre, ai fini della determinazione della soglia sarà necessario tenere conto anche delle partecipazioni detenute temporaneamente, in maniera diretta o indiretta, per il tramite di fiduciari, di società controllate o di interposte persone²⁵⁹.

La disposizione discrimina gli azionisti qualificati che possono essere sostanzialmente identificati con gli investitori istituzionali, apparendo così incoerente rispetto all'impianto normativo complessivamente delineato dal Testo Unico della Finanza, il quale ha definito un modello di *corporate governance* in cui alle minoranze qualificate vengono attribuiti i principali strumenti di controllo e di supervisione. In tal senso, è

²⁵⁸ Ibid, da tale ultima considerazione sarebbe discesa la possibilità di configurare clausole condividenti la stessa finalità dell'art. 127-*quater* che potessero attribuire non solo la maggiorazione del dividendo ma anche privilegi di natura patrimoniale o amministrativa che richiedessero l'integrazione del requisito della detenzione delle azioni per un certo periodo di tempo continuativo. Accogliendo una tale conclusione, sarebbe possibile ridimensionare la portata innovatrice della disposizione in commento, ridefinendone la natura. Essa assumerebbe, infatti, la configurazione di una norma volta a porre uno specifico limite all'autonomia statutaria nella materia disciplinata, più che di una norma volta ad ampliarne gli spazi di operatività. Ad una lettura più attenta è, dunque, possibile riscontrare come l'art. 127-*quater* tenda a guidare l'autonomia statutaria nell'ambito di confini conformi allo scopo dell'istituto coi come strutturato *ex lege*, consistente nell'esclusione dal godimento del beneficio i soci di maggioranza che altrimenti cristallizzerebbero la propria posizione di controllo, senza d'altra parte frustrare le aspettative di remunerazione degli altri soci. In tal senso, CUGNASCO R., *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in Rivista del diritto commerciale, 2011, p. 936.

²⁵⁹ Cfr. TOMBARI U. E LUCIANO A. M., p. 3947.

stato anche rilevato che la disposizione non risulta compatibile con la filosofia della Direttiva 36/2007 relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate²⁶⁰. Difatti, invece di incentivare la formazione di un ceto di azionisti costituito da investitori istituzionali la norma appare al contrario mortificare tale finalità.

D'altronde, una soluzione diversa sul modello tedesco del §60 (2-3) AktG (ma non anche sul modello francese di maggiorazione del dividendo ex L232-14, code comm.), avrebbe consentito di rivalutare la portata del meccanismo di posizionamento della soglia in questione, andando ad attribuirgli in talune circostanze un effetto meritevole di tutela consistente nel fornire una remunerazione dell'investimento proporzionalmente maggiore agli azionisti investitori che più rischiano nella società²⁶¹.

Nello specifico, nell'ampiezza delle maglie della corrispondente norma tedesca, si è diffusa in Germania la prassi statutaria consistente nell'esclusione della maggiorazione oltre una certa soglia di partecipazione al capitale, senonché, in questo caso sussiste una mera possibilità per i soci di valutare l'inserimento nello statuto di una simile clausola. Nel caso italiano, invece, gli effetti della maggiorazione oltre soglia vengono esclusi sulla base di una disposizione imperativa che lascia spazio solo alla valutazione di un eventuale abbassamento della soglia, irrigidendo ulteriormente il funzionamento del meccanismo in considerazione²⁶².

2.6 Applicabilità della maggiorazione del dividendo alle società chiuse

Circa la questione della prevedibilità o meno del dividendo maggiorato nell'ambito degli statuti di società non quotate, è utile anticipare come al quesito debba essere data una risposta negativa, almeno in considerazione della specificità dell'ordinamento italiano rispetto all'ordinamento francese e tedesco che adottano una soluzione contraria.

²⁶⁰ STELLA RICHTER JR. M., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Rivista del diritto commerciale*, prima parte 2011, p. 92. In questo senso anche MARCHISIO E., *La maggiorazione del dividendo*, in "I diritti degli azionisti delle società quotate", a cura di Nicoletta Ciocca e Giorgio Marasà, Giappichelli, Torino, 2015, p. 189.

²⁶¹ Ibid,

²⁶² DE LUCA N., *Maggiorazione del dividendo o parità di trattamento: quale regola è più gradita ai mercati finanziari?*, reperibile nel sito http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/12032/de_luca.pdf, p.7.

Bisogna, innanzitutto, verificare che l'autonomia statutaria di una società non quotata dovrebbe confrontarsi nell'eventuale introduzione del premio di maggiorazione con la necessità del rispetto del principio di uguaglianza tra azionisti, il quale ammette delle deroghe²⁶³, ma ad alcune condizioni, consistenti in questo caso nel fatto che la disparità di trattamento in sede di distribuzione degli utili sia giustificata da una differenza della posizione sostanziale dei soci che possono accedere al beneficio e nella circostanza che sussista un interesse sociale meritevole di essere perseguito a sostegno dell'istituto²⁶⁴.

Anche se si escluda che il principio di uguaglianza possa assumere una portata precettiva autonoma, le clausole di maggiorazione del dividendo dovrebbero comunque essere valutate rispetto alla compatibilità con quelle disposizioni che sono diretta espressione di quel principio, tra cui spicca senz'altro l'art. 2350 c.c. il quale attribuisce un diritto di partecipazione agli utili proporzionale alla partecipazione dei soci al capitale di rischio, salvi i diritti stabiliti a favore dei titolari di categorie speciali di azioni.

Tale articolo, letto congiuntamente all'art. 2348 c.c.²⁶⁵, è certamente espressivo di un principio d'uguaglianza come proporzione²⁶⁶ e rappresenta l'emblema delle norme che adottano una soluzione relativistica del principio²⁶⁷, ossia ammettendone la derogabilità solo al verificarsi di specifiche condizioni che giustifichino la disparità di trattamento di soggetti che versino in una situazione simile. D'altro canto, vi è da rilevare come nel diritto delle società, prima dell'introduzione dell'art. 127-*quater*, TUF, che ha introdotto un'eccezione a conferma della regola, era opinione concorde in dottrina che il principio di proporzionalità espresso dall'art. 2350 c.c. potesse essere derogato solamente mediante la creazione di una categoria speciale di azioni²⁶⁸.

²⁶³ Cfr. D'ATTORRE G., *il principio di uguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007, p. 74.

²⁶⁴ DE LUCA N., *Problemi di fedeltà ed uguaglianza tra azionisti: riflessioni sull'art. 127-*quater* TUF*, in RDS 2012, p. 39 ss.

²⁶⁵ Art. 2348 c.c.: "Le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti. Si possono tuttavia creare, con lo statuto o con successive modificazioni di questo, categorie di azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne la incidenza delle perdite. In tal caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie. Tutte le azioni appartenenti ad una medesima categoria conferiscono uguali diritti".

²⁶⁶ Cfr. D'ATTORRE G., *il principio di uguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007, p.75.

²⁶⁷ BUONOCORE V., *Principio d'uguaglianza e diritto commerciale*, in Giur. Comm. 2008, fasc. I, p. 562.

²⁶⁸ Così, ABRIANI N., sub art. 2348, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di G.Cottino, g.Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Roma-Bologna, 2004, p. 263; anche A. Stagno D'Alcontres, sub art. 2350, in *Società di capitali. Commentario*, vol. II, p.294.

Tale soluzione deve considerarsi ancora operante rispetto al diritto delle società chiuse cui non è esteso il meccanismo di cui all'art. 127-*quater*, il quale esclude espressamente che le azioni a dividendo maggiorato nelle società quotate costituiscano una categoria speciale di azioni. Da ciò deriva che ipotetiche clausole di maggiorazione del dividendo in società non quotate debbano necessariamente riferirsi ad una categoria speciale di azioni, potendosi altresì rilevare che il legislatore, laddove ha inteso consentire la personalizzazione dei diritti del socio nel contesto delle società chiuse, lo ha fatto espressamente potendosi ricordare, ad esempio, le ipotesi del voto plurimo ex art. 2351, comma 3, c.c., del beneficio che possono attribuirsi i soci fondatori e promotori della s.p.a. ex artt. 2340, 2341 c.c.²⁶⁹ o la possibilità di creare azioni con prestazioni accessorie ex art. 2345 c.c.²⁷⁰.

In definitiva, può assumersi la conclusione che in virtù dei principi e delle disposizioni immanenti al diritto societario italiano, il premio di fedeltà consistente nel dividendo maggiorato non possa trovare spazio nella disciplina delle società chiuse e che tale

²⁶⁹ Testualmente l'art. 2340 c.c. sancisce che *“I promotori possono riservarsi nell'atto costitutivo, indipendentemente dalla loro qualità di soci, una partecipazione non superiore complessivamente a un decimo degli utili netti risultanti dal bilancio e per un periodo massimo di cinque anni. Essi non possono stipulare a proprio vantaggio altro beneficio”*. L'art. 2341 c.c. dispone che: *“La disposizione del primo comma dell'articolo 2340 si applica anche ai soci che nella costituzione simultanea o in quella per pubblica sottoscrizione stipulano l'atto costitutivo”*.

²⁷⁰ Da tali premesse deriva la necessità di ritenere che un eventuale clausola di maggiorazione del dividendo debba essere strutturata in modo da esplicitare i propri effetti nei confronti di una categoria speciale di azionisti.

In aggiunta si può considerare che l'art. 2350 c.c. non escluda che rispetto alla categoria di azioni interessata il relativo premio non possa essere subordinato al verificarsi di una condizione meramente potestativa, potendo essa sostanziarsi nel requisito del possesso continuato delle azioni per un certo periodo di tempo, dato che una previsione del genere non determina la conseguenza di configurare in senso personalistico i diritti spettanti ai possessori di azioni di categoria speciale.

Nonostante tali riflessioni, la principale ragione per cui l'istituto del dividendo maggiorato ex art. 127-*quater* non potrà essere riprodotto in riferimento alle società chiuse è sicuramente rappresentata dal fatto che esso prevede delle soglie di partecipazione al capitale sociale al di là delle quali il beneficio non può operare, nonché da considerazione della compartecipazione ad un gruppo di controllo o di minoranza. Tali elementi strutturali danno all'istituto un connotato fortemente personalistico, tanto che, laddove fosse applicato alle società chiuse senza alcuna previsione legittimante del legislatore, esso risulterebbe in definitiva in contrasto nello specifico con l'art. 2348, comma 3, c.c. Quest'ultimo articolo prevede, infatti, l'applicazione del principio di uguaglianza nei confronti degli azionisti appartenenti ad una medesima categoria, sancendo che le azioni di una stessa categoria attribuiscono uguali diritti. In tal senso, DE LUCA N., *Problemi di fedeltà ed uguaglianza tra azionisti: riflessioni sull'art. 127-*quater* TUF*, in RDS 2012, p.41.

soluzione si discosta da quella adottata dal legislatore tedesco e francese che al contrario attribuiscono tale facoltà²⁷¹.

2.7 La disciplina del dividendo maggiorato

2.7.1 Il beneficio oggetto dell'art. 127-*quater*, TUF: limiti quantitativi e criteri di determinazione

Passando all'analisi dell'oggetto della maggiorazione ex art. 127-*quater* TUF, in primis bisogna considerare che esso, ai sensi del primo comma, non può essere quantificato in misura superiore al 10% del dividendo distribuito nei confronti delle altre azioni, cosicché nel caso del superamento di questa soglia è nulla sia la clausola statutaria che prevede la maggiorazione, sia la delibera che la introduce. In questa ipotesi di nullità, tuttavia, dovrebbe ritenersi operante la sostituzione automatica della clausola invalida con una che consenta comunque l'esplicazione degli effetti della maggiorazione nel limite massimo del 10%, non determinandosi, così, un'invalidità degli effetti della clausola *tout court*²⁷².

²⁷¹ In tal senso concordano: RESCIO G.A., *Le clausole di maggiorazione del dividendo nell'evoluzione delle società azionarie*, in AA. VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*. Studi in onore di G.E. Colombo, Torino, 2011, p. 280 ss.; NOCELLA S., in *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, Commentario a cura di G. Guerrieri, *sub art. 127-*quater**, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2011; MARCHISIO E., *La maggiorazione del dividendo*, in "I diritti degli azionisti delle società quotate", a cura di Nicoletta Ciocca e Giorgio Marasà, Giappichelli, Torino, 2015, p.192; DE LUCA N., *Problemi di fedeltà ed uguaglianza tra azionisti: riflessioni sull'art. 127-*quater* TUF*, in RDS 2012p. 40.

²⁷² MARCHISIO E., *La maggiorazione del dividendo*, in "I diritti degli azionisti delle società quotate", a cura di Nicoletta Ciocca e Giorgio Marasà, Giappichelli, Torino, 2015, p. 194.

Per quanto riguarda la determinazione del dividendo, la società potrà operare in due modi. Secondo un primo metodo, cosiddetto *bottom up*, il dividendo potrà essere fissato per ogni singola azione, beneficiata e non, indipendentemente dalla valutazione dell'ammontare complessivo dei dividendi distribuibili. Un esempio potrebbe consistere nel riconoscimento ai beneficiari del premio di euro 1.05 per ogni euro attribuito alle azioni non beneficiate. Il *bottom up* comporta, però, l'esigenza di calcolare l'ammontare complessivo dei dividendi pagati, dato che dovrà adottarsi un certo grado di prudenza per evitare che all'atto della successiva identificazione degli aventi diritto al privilegio la somma da distribuire non sia superiore a quella effettivamente disponibile.

Una seconda modalità di determinazione del quantum consiste nella tecnica del cosiddetto *top-down*, per cui, l'ammontare del dividendo distribuibile alle azioni non beneficiate (ad esempio 100.000 euro) viene determinato a fronte del dividendo che verrà distribuito alle azioni beneficiate (ad esempio 105.000 euro). RESCIO G., *sub art. 127-*quater*, TUF*, in "Il Testo unico della Finanza", a cura di Fratini e Gasparri, 3, Utet, p. 1783.

Una possibile soluzione volta ad evitare i sacrifici in termini di interessi richiesti da tali metodi, potrebbe essere rappresentata dalla fissazione per statuto di un *dies a quo* per il computo dell'anno che sia anteriore alla data in cui l'assemblea è chiamata a decidere sul punto della distribuzione dei dividendi²⁷³, ad esempio riprendendo l'art. L232-14, cod. comm. francese, individuando tale data con quella di chiusura degli esercizi sociali. In tal modo, sarà, infatti possibile far sì che la successiva proposta di distribuzione in sede di approvazione del bilancio possa fornire indicazione specifica dell'utile distribuibile risultante dal bilancio²⁷⁴.

Vi è da notare, tuttavia, che anche facendo ricorso ad un periodo di detenzione qualificata per tutti gli azionisti si presenterebbero problematiche di vario genere. Infatti, si potrebbero comunque determinare irrazionali disparità di trattamento di azionisti che versino in una situazione simile, come nel caso di un socio che abbia acquistato le azioni alcuni mesi prima della chiusura dell'esercizio per poi cederle il giorno precedente la data di chiusura dell'esercizio successivo, non accedendo così al premio di maggiorazione a differenza di un altro socio che le abbia detenute per un lasso temporale inferiore ma coincidente con il periodo di detenzione continuativa qualificata. D'altra parte, la società dovrebbe farsi carico di maggiori costi dovuti alla necessità di procedere alla rilevazione della struttura dell'azionariato non solo alla data di chiusura dell'esercizio, ma anche al successivo conteggio delle azioni che abbiano mantenuto il diritto di dividendo maggiorato al pagamento del dividendo²⁷⁵, il che avviene solitamente al giorno di borsa aperta precedente il pagamento del dividendo²⁷⁶. Inoltre, sempre allo scopo di identificare gli aventi diritto, l'art 26, comma 2, Provvedimento Congiunto Banca d'Italia e Consob 22/2/2008 (Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di

Il top-down presenta, però, l'inconveniente di generare un'incognita sgradita al mercato dei capitali consistente nel fatto che non è possibile determinare immediatamente il valore del dividendo spettante per azione. In tal senso, STELLA RICHTER JR. M., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in Rivista del diritto commerciale, prima parte 2011,p.95.

²⁷³ RESCIO G.A., *Le clausole di maggiorazione del dividendo nell'evoluzione delle società azionarie*, in AA. VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*. Studi in onore di G.E. Colombo, Torino, 2011, p. 282, nota 13.

²⁷⁴ CUGNASCO R., *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in Rivista del diritto commerciale, 2011, par. 6.2.

²⁷⁵ Ibid,

²⁷⁶ Cfr. STELLA RICHTER JR. M., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in Rivista del diritto commerciale, prima parte 2011,p. 95.

gestione) ha introdotto un meccanismo di segnalazione degli intermediari operanti nel sistema di gestione accentrata, per cui essi dovranno trasmettere “*le informazioni necessarie a permettere la maggiorazione del dividendo*” fornendo “*il numero minimo di azioni registrate sui conti degli aventi diritto nel periodo continuativo stabilito dallo statuto*”.

La clausola statutaria di maggiorazione del dividendo potrà essa stessa definire il metodo di quantificazione del dividendo, altrimenti potrà rimettere tale scelta all’assemblea chiamata a esprimersi sulla distribuzione degli utili²⁷⁷. Non sarà, invece attribuibile all’organo amministrativo alcuna decisione discrezionale sul punto²⁷⁸, senza però potersi escludere che la previsione statutaria attribuisca un diritto soggettivo alla percezione del dividendo agli azionisti destinatari del privilegio ex art. 127-*quater*, sempre nel rispetto del limite del 10% del dividendo distribuito alle altre azioni e sottraendo, così, all’assemblea il potere di decidere sull’an o sul quantum²⁷⁹.

Nel caso in cui lo statuto non si esprima sull’an del diritto al dividendo maggiorato, il potere di decidere sul punto tramite apposita delibera spetta all’assemblea, il che appare fortemente rischioso rispetto agli interessi degli azionisti di minoranza²⁸⁰

²⁷⁷ Ibid,

²⁷⁸ GUERRIERI G., *Note introduttive. Il recepimento della direttiva shareholders’ rights: il legislatore scommette ancora sulla voce degli azionisti di società quotate*, in *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti (d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27)*, Commentario a cura di G. Guerrieri, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2011, p. 532.

²⁷⁹ Cfr. RESCIO G., *Sub art. 127-*quater**, p. 1787. L’autore fa notare che una clausola congegnata come in quest’ultimo caso avrebbe l’effetto positivo di evitare che i soci che non siano beneficiari del dividendo maggiorato possano assumere reiterate delibere di accantonamento degli utili, rinviando troppo a lungo nel tempo la possibilità per i beneficiari di percepire il premio di maggiorazione.

Comunque, nel rispetto dei principi generali, deve essere assunto che in assenza di una diversa disposizione statutaria, la scelta relativa alla quantificazione del premio e circa l’esclusione o meno della maggiorazione tout court debba essere rimessa all’assemblea. In aggiunta, se è lo stesso statuto a disporre che la maggiorazione sia necessariamente dovuta in sede di distribuzione degli utili, è necessaria una delibera dell’assemblea che determini il quantum del relativo premio in conformità al limite di legge o anche statutari. In relazione a ciò, nulla osta all’adozione di una soluzione analoga a quella dell’ordinamento francese per cui ex L232-14, cod. comm., l’ammontare della maggiorazione percentuale è deciso di volta in volta dall’assemblea generale straordinaria nel limite massimo di premio corrispondente al 10%, potendosi oltretutto ammettere che lo statuto definisca una forbice di valore superiore allo zero entro cui l’assemblea definisca il quantum in riferimento alle esigenze di finanziamento della società. In tal senso, MARCHISIO E., *La maggiorazione del dividendo*, in “I diritti degli azionisti delle società quotate”, a cura di Nicoletta Ciocca e Giorgio Marasà, Giappichelli, Torino, 2015, p. 195. Anche RESCIO G., *sub art. 127-*quater**, TUF, in “Il Testo unico della Finanza”, a cura di Fratini e Gasparri, 3, Utet, p. 1787.

²⁸⁰ Ibid,

Infine, è stata posta la questione se il dividendo maggiorato potesse essere riconosciuto già in sede di distribuzione di eventuali acconti sui dividendi ex art. 2433-bis, c.c. In dottrina si è concordemente accettata la soluzione negativa, basata sul rilievo che la spettanza del diritto sorge al momento della verifica dei relativi presupposti, dunque alla data della delibera di distribuzione degli utili o alla diversa data stabilita a livello statutario²⁸¹.

2.7.2 I requisiti soggettivi necessari al riconoscimento del beneficio della maggiorazione di dividendo

Per quanto attiene l'analisi dei requisiti soggettivi necessari all'accesso all'istituto del dividendo maggiorato, l'art. 127-*quater*, TUF, individua (i) la detenzione qualificata delle azioni per un periodo continuativo indicato nello statuto, comunque non inferiore ad un anno o al minore periodo di tempo intercorrente tra due date consecutive di pagamento del dividendo annuale; (ii) che l'azionista non venga a superare una soglia di partecipazione al capitale sociale superiore allo 0,5 per cento o alla minore percentuale indicata dallo statuto; (iii) che l'azionista non eserciti direttamente o attraverso patti parasociali un'influenza dominante sulla società.

In riferimento al primo requisito sub (i) relativo alla durata del possesso azionario per almeno un anno, può essere notato come l'alienazione delle azioni prima del compimento dell'anno comporti la perdita del diritto al dividendo maggiorato, senonché la norma non chiarisce se il possesso possa considerarsi proseguire in capo al socio nel caso della costituzione di diritti di pegno o usufrutto sulle azioni, ossia se il fatto che rimanga in capo al socio la facoltà di esercitare i diritti di voce possa essere presupposto sufficiente alla maturazione del diritto. Sul punto non vi è in dottrina concordanza d'opinioni poiché da una parte si ritiene che il pegno o l'usufrutto impediscano il decorso del termine di possesso, salvo il caso in cui la titolarità delle

²⁸¹ Gli autori si riferiscono all'orientamento assunto da STELLA RICHTER JR. M., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in Rivista del diritto commerciale, prima parte 2011, p. 98. In ogni caso gli acconti sui dividendi dovranno essere commisurati in modo da tener conto della futura integrazione dei requisiti della maggiorazione, cosicché a seguito della corresponsione di acconti sui dividendi dovrà essere costituita un'apposita riserva in cui accantonare, in via prudenziale e nella prospettiva che tutte le azioni abbiano diritto al beneficio in parola, le somme che dovranno essere destinate a servizio della futura maturazione del dividendo maggiorato.

azioni rimanga in capo al socio²⁸², mentre sotto un'altra ottica viene sostenuto che la detenzione del creditore pignoratizio o dell'usufruttuario sia rilevante se il medesimo soggetto sia già azionista della società²⁸³.

Ancora, il comma 1 non definisce il momento a partire dal quale decorre la detenzione rilevante ai fini della maggiorazione, cosicché, in conformità alla ratio della norma, esso va identificato con l'acquisto dei diritti di voce connessi alla partecipazione alle delibere assembleari²⁸⁴. La soluzione adottata dal legislatore italiano in tal senso si discosta da quella assunta nell'ordinamento francese all'art. L232-14 cod. comm., che aggancia esplicitamente il periodo rilevante al mantenimento di una iscrizione nominativa alla data di messa in pagamento del dividendo, peraltro ripresa dall'art. 127-*quinquies* TUF che in relazione al voto maggiorato richiede l'iscrizione in apposito elenco.

Infine, va riportato come l'autonomia statutaria possa aumentare il tempo necessario alla maturazione del premio o anche prevedere percentuali di maggiorazione differenti all'incrementare del periodo di detenzione delle azioni, sempre nel rispetto del limite del 10% del dividendo distribuito alle altre azioni, ad esempio prevedendo un dividendo maggiorato del 5% dopo un anno di detenzione qualificata, per poi arrivare alla soglia del 10% dopo il passaggio di un periodo di due anni²⁸⁵.

Passando, poi, all'analisi del requisito del requisito sub (ii) consistente nel fatto che per accedere alla maggiorazione del dividendo il socio non debba superare una soglia di partecipazione al capitale sociale pari allo 0,5%, l'art. 127-*quater*, comma 2, prima parte, ai fini del calcolo di codesta soglia richiede espressamente la considerazione non solo delle azioni detenute direttamente, ma anche di quelle detenute indirettamente per

²⁸² Così RESCIO G., sub art. 127-*quater*, TUF, in "Il Testo unico della Finanza", a cura di Fratini e Gasparri, 3, Utet. p.1790.

²⁸³ Cfr. CUGNASCO R., *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in Rivista del diritto commerciale, 2011, p. 921 ss.

²⁸⁴ Così, RESCIO G., sub art. 127-*quater*, TUF, in "Il Testo unico della Finanza", a cura di Fratini e Gasparri, 3, Utet. p.1790. Una specifica questione interpretativa attiene all'ipotesi in cui le azioni siano state acquistate in momenti diversi, poiché si pone la necessità di stabilire se in caso di successiva alienazione di parte delle azioni debbano essere considerate cedute per prime le azioni acquistate per prime o per ultime per ordine di tempo.

In tal senso, la ratio della norma volta ad incentivare la stabilità dell'azionariato, deve ritenersi applicabile il criterio per cui le azioni acquistate per ultime si considerano le prime ad uscire, c.d. *lifo*.

²⁸⁵ DELL'OSSO A., sub art. 127-*quater*, TUF, in Codice delle Società, commentario a cura di Niccolò Abriani, UTET, 2016, p. 3356.

il tramite di fiduciari, di società controllate o per interposta persona, adottando sul punto una soluzione simile a quella dell'ordinamento francese²⁸⁶. In relazione a ciò, è stata rilevata la difficoltà di verificare il superamento della soglia nel caso della partecipazione indiretta, in particolar modo laddove si abbia riguardo alle azioni relative a diversi fondi comuni di investimento sotto il controllo della stessa società di gestione del risparmio, poiché la pertinenza delle azioni sarebbe relativa a patrimoni distinti con imputazione della titolarità allo stesso soggetto²⁸⁷. Ebbene, considerando la natura patrimoniale del privilegio, dovrebbe essere accolta la soluzione per cui la maggiorazione deve essere calcolata per ogni singolo patrimonio, dando rilievo, così, all'autonomia dei fondi gestiti ex art. 36, comma 6, TUF²⁸⁸.

In mancanza, poi, di una indicazione specifica sulla nozione di controllo rilevante, deve essere applicata quella di cui all'art. 93 TUF²⁸⁹, cosicché la suddivisione delle azioni tra più società appartenenti allo stesso gruppo e sottoposte ad un'unica controllante ex art. 93 TUF permette di imputare alla controllante tutte le azioni detenute dalle controllate anche laddove tra di esse non vi sia alcuna forma di rapporto di controllo. Ne deriva che il beneficio resta nei limiti dello 0,5% per l'intero gruppo e che debba essere ripartito tra le controllate azioniste in proporzione ai rispettivi possessi azionari²⁹⁰.

Per quanto riguarda il terzo requisito soggettivo per accedere alla maggiorazione del dividendo sub (iii) relativo all'influenza dominante o notevole²⁹¹, l'indeterminatezza della definizione comporta una serie di difficoltà applicative.

²⁸⁶ Art. L232-14, cod. comm.

²⁸⁷ Cit. STELLA RICHTER JR. M., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Rivista del diritto commerciale*, prima parte 2011, p.101.

²⁸⁸ Cfr. RESCIO G., sub art. 127-quater, p. 1787.

²⁸⁹ Definizione di controllo ai sensi dell'art. 93 TUF: "Nella presente parte sono considerate imprese controllate, oltre a quelle indicate nell'articolo 2359, primo comma, numeri 1 e 2, del codice civile, anche:

a) le 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;

b) le 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.

2. Ai fini del comma 1 si considerano anche i diritti spettanti a società controllate o esercitati per il tramite di fiduciari o di interposte persone; non si considerano quelli spettanti per conto di terzi".

²⁹⁰ Cfr. RESCIO G., sub art. 127-quater, p. 1787.

²⁹¹ Nello specifico l'art. 127-quater, comma 2, sancisce che: "La maggiorazione non può altresì essere attribuita alle azioni detenute da chi durante il suddetto periodo abbia esercitato, anche

Dalla suddetta difficoltà nel rilevare se un'influenza del socio si sia determinata o meno potranno conseguire costi più o meno alti a carico della società. In particolare in assenza di indici espressi cui ancorare la decisione, il socio influente in sede di distribuzione dei dividendi avrà sicuramente un elevato potere discrezionale sul tema e da tale circostanza deriverà l'aumento dei conteziosi in materia²⁹².

In aggiunta, bisogna tenere presente la lettera della norma nel punto in cui prevede l'esclusione del dividendo maggiorato nei confronti di chi abbia esercitato l'influenza dominante, notevole, individuale o congiunta durante il periodo di detenzione qualificata. Da ciò è necessario concludere che l'esclusione opererà in tutti i casi in cui anche per un solo giorno all'interno della durata qualificante di possesso azionario un socio sia risultato influente e, d'altra parte, che debba essere considerato solo l'effettivo esercizio dell'influenza in termini dinamici e non di controllo statico, cosicché vi è concordanza di opinioni in dottrina circa l'ammissione di prova contraria rispetto alle presunzioni di legge²⁹³.

temporaneamente, un'influenza dominante, individuale o congiunta con altri soci tramite un patto parasociale previsto dall'articolo 122, ovvero un'influenza notevole sulla società”.

²⁹² CUGNASCO R., *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in Rivista del diritto commerciale, 2011, p. 965, nota 159. In riferimento alla nozione di influenza individuale o congiunta esercitata dal socio, è possibile rinviare a quanto disposto dall'art. 2359 c.c.²⁹² il quale riconnette l'influenza dominante alla possibilità per un socio di esercitare la maggioranza dei diritti di voto in assemblea ordinaria, in contrapposizione alla forma più attenuata dell'influenza notevole che, sempre ai sensi di tale articolo, si ha laddove il socio disponga di un potere negativo di veto sulle delibere di una società²⁹². Per quanto riguarda l'influenza notevole, è stato riportato²⁹² come una nozione che si attaglierebbe alla disciplina del dividendo maggiorato sarebbe quella di cui all'Allegato 1, par. 2, Regolamento Consob 12.3.2010, n. 17221 per cui “L'influenza notevole è il potere di partecipare alla determinazione delle politiche finanziarie e gestionali di un'entità senza averne il controllo”. L'autore prosegue affermando che “La Consob tuttavia ricollega la presunzione di un'influenza notevole alla possibilità di esercitare almeno il 20% dei diritti di voto esercitabili in assemblea, in ciò discostandosi in maniera netta dalla presunzione dettata nel codice civile che si attesta al 10%. D'altra parte, altri indici normativi interni spingerebbero ad attestare la partecipazione presuntiva al 10% come l'art. 15 TUF in materia di partecipazione al capitale sociale di SIM, SICAV e SGR”. Tali riflessioni sono necessarie al fine di considerare la potenziale eterogeneità degli indici da utilizzare per riscontrare un'influenza dominante o notevole in materia di maggiorazione del dividendo, da cui consegue incertezza applicativa in materia.

²⁹³ Così, RESCIO G., *sub art. 127-quater TUF*, p. 1788, CUGNASCO R., *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in Rivista del diritto commerciale, 2011, p. 967; MARCHISIO E., *La maggiorazione del dividendo*, in “I diritti degli azionisti delle società quotate”, a cura di Nicoletta Ciocca e Giorgio Marasà, Giappichelli, Torino, 2015, p. 198.

Riporta, in aggiunta, RESCIO G., *sub art. 127-quater TUF*, p. 1789 e MARCHISIO E., *La maggiorazione del dividendo*, in “I diritti degli azionisti delle società quotate”, a cura di Nicoletta Ciocca e Giorgio Marasà, Giappichelli, Torino, 2015, p. 198, che rispetto a quest'ultima interpretazione appare incoerente l'ultima parte dell'art. 127-quater, comma 2, laddove prevede che in ogni caso la maggiorazione non può essere

Sembra, invece apprezzabile la scelta del legislatore consistente nell'evitare l'applicazione della maggiorazione in riferimento alle azioni che siano state conferite anche temporaneamente ad un patto parasociale ex art. 122 TUF, ossia uno di quelli aventi oggetto l'esercizio del diritto di voto, laddove esso nel periodo di detenzione qualificata o parte di esso abbia avuto ad oggetto una partecipazione complessiva superiore a quella indicata nell'art. 106, comma 1, TUF, ossia il 30% delle azioni o degli strumenti finanziari con diritto di voto per la nomina o revoca delle cariche sociali. Difatti, il riferimento espresso all'art. 122 TUF consente di escludere il dividendo maggiorato anche nel caso corrispondente al comma 5, lett. d, del suddetto articolo, consistente nel conferimento delle azioni a patti aventi ad oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante, dunque anche nell'ipotesi di patti diversi da quelli regolanti l'esercizio del diritto di voto per il tramite dei quali sia possibile l'esercizio del controllo sulla società. In particolare, il riferimento all'art. 122 TUF deve essere interpretato come volto a regolare l'onere della prova, nel senso che le azioni conferite ad un patto avente ad oggetto l'esercizio dei diritti di voto attraverso il quale viene esplicitata un'influenza dominante non possono in alcun caso accedere al beneficio, mentre possono essere escluse dal beneficio per mezzo di prova nell'ipotesi di un patto di natura diversa per il quale venga dimostrato che sia comunque diretto ad esercitare un'influenza dominante sulla società²⁹⁴.

Si può notare, poi, come l'art. 122 TUF si riferisca solo al concetto di influenza dominante e non anche a quello di influenza notevole, così da porsi la questione se tramite l'art. 127-*quater*, TUF, sul punto il legislatore abbia inteso introdurre la possibilità di accedere al premio a favore dei soci che esercitino in maniera congiunta un'influenza notevole. La risposta a tale interrogativo va ricercata nel carattere funzionale della norma dell'art. 127-*quater*, comma 2, ultima parte, TUF per cui va assunto che in presenza della prova di un'influenza notevole anche i soci partecipanti ad

attribuita alle azioni che durante il periodo indicato nel comma 1 siano state conferite, anche temporaneamente, ad un patto parasociale che oltrepassi la soglia del 30% del capitale sociale, non provvedendo, tuttavia, ad escludere il socio che anche da solo e senza partecipare ad alcun patto si trovi a superare tale soglia. Così, la disposizione sembra legittimare l'accesso alla maggiorazione del socio che pur disponendo di una partecipazione sopra soglia dimostri di non aver esercitato alcuna forma di influenza sulla società il che potrebbe verificarsi nel caso in cui la società sia controllata da altri soci.

²⁹⁴ MARCHISIO E., *La maggiorazione del dividendo*, in "I diritti degli azionisti delle società quotate", a cura di Nicoletta Ciocca e Giorgio Marasà, Giappichelli, Torino, 2015, p. 198.

un patto volto ad esercitare un'influenza notevole sulla società non possano essere ammessi al beneficio del dividendo maggiorato²⁹⁵.

Ancora, la lettera della norma in considerazione, se interpretata in senso restrittivo, sembra ammettere che nonostante il beneficio della maggiorazione non possa essere riconosciuto alle azioni appartenenti ad un patto parasociale avente ad oggetto una partecipazione complessiva superiore alla soglia del 30%, le altre azioni di cui sia titolare il socio partecipante al patto che non siano state conferite in esso possano accedere al dividendo maggiorato²⁹⁶. Inoltre, l'accoglimento dell'interpretazione restrittiva riferita da Assonime si porrebbe in espreso contrasto con la ratio della disposizione consistente nel sottrarre il beneficio all'azionista influente²⁹⁷.

Da tali riflessioni deriva la necessità di adottare una soluzione diversa, per cui un'interpretazione possibile sarebbe quella di ritenere che il legislatore abbia semplicemente tralasciato di indicare l'ipotesi menzionata anche in virtù della scelta legislativa di riferire il beneficio all'azione e non all'azionista²⁹⁸. Altra soluzione possibile sarebbe quella di distinguere il caso in cui il socio eserciti effettivamente l'influenza dominante per mezzo del patto parasociale, escludendo in tale circostanza la maggiorazione del dividendo anche per le azioni non incluse nel patto e, d'altra parte il caso della partecipazione ad un patto che per cui si dimostri che non comporti

²⁹⁵ Ibid,

²⁹⁶ ASSONIME, *Circolare 11/2010*, in Riv. Società 2010, p. 564, nota 33.

In verità, come rileva RESCIO G.A., *Le clausole di maggiorazione del dividendo nell'evoluzione delle società azionarie*, in AA. VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*. Studi in onore di G.E. Colombo, Torino, 2011, p.280, la riferita interpretazione restrittiva è stata fortemente criticata in dottrina, soprattutto per il rilievo che il disposto così inteso si presti a comportamenti opportunistici del socio che potrebbe assumere come unico motivo della mancata inclusione delle azioni nel patto parasociale quello di usufruire della maggiorazione del dividendo.

Infatti, come riportato da RESCIO G., *sub art. 127-quater*, p.1790, se il socio partecipante al patto parasociale esercita i diritti connessi alle azioni non incluse nel patto in maniera coerente a quelle conferite in esso, la ratio dell'interpretazione restrittiva non apparirebbe rinvenibile, in quanto si determinerebbe una disparità di trattamento azioni che hanno il medesimo scopo di esercitare l'influenza sulla società dipendente dalla sola formale condizione che esse siano appartenenti o meno al patto parasociale.

²⁹⁷ RESCIO G.A., *Le clausole di maggiorazione del dividendo nell'evoluzione delle società azionarie*, in AA. VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*. Studi in onore di G.E. Colombo, Torino, 2011, p.280.

²⁹⁸ Ibid,

l'esercizio effettivo dell'influenza, da cui deriverebbe l'applicabilità del beneficio della maggiorazione alle azioni esterne al patto²⁹⁹.

2.7.3 L'estensione del beneficio alle azioni assegnate ex art. 2442 c.c.

L'ultimo periodo del primo comma dell'art. 127-*quater*, TUF, prevede che *“Il beneficio può estendersi anche alle azioni assegnate ai sensi dell'articolo 2442 del codice civile a un azionista che abbia diritto alla maggiorazione indicata nel primo periodo”*. Tale disposto concede, dunque, l'ampliamento delle possibilità di accesso al beneficio per autonomia statutaria in riferimento alle azioni assegnate in sede di aumento di capitale gratuito a chi abbia già diritto alla maggiorazione, pur risultando un enunciato “sibillino”³⁰⁰.

Si deve assumere che, nel caso in cui i requisiti della maggiorazione del dividendo siano stati realizzati solo per una parte della partecipazione complessiva dell'azionista, il beneficio dovrà essere assegnato alle azioni assegnate a seguito dell'aumento di capitale a titolo gratuito in maniera proporzionale a quelle già detenute per cui sia maturato il diritto alla maggiorazione³⁰¹. A ciò andrebbe comunque aggiunta la precisazione che la misura della suddetta estensione proporzionale potrà in ogni caso essere verificata solo ex post, al termine del periodo di detenzione ed al momento prestabilito in cui occorre fotografare l'azionariato dell'emittente per verificare quante azioni abbiano complessivamente diritto alla maggiorazione, non essendo di contro possibile sapere, al momento dell'assegnazione gratuita di titoli di nuova emissione ai soci se ed in quale misura ognuno di essi abbia già maturato il diritto alla maggiorazione in quel dato

²⁹⁹ CUGNASCO R., *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2011, par. 6.

³⁰⁰ Cfr. RESCIO G.A., *Le clausole di maggiorazione del dividendo nell'evoluzione delle società azionarie*, in AA. VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*. Studi in onore di G.E. Colombo, Torino, 2011, p. 281. Questo perché, sempre secondo lo stesso autore, suscettibile di differenti interpretazioni. Secondo una prima impostazione, “la clausola intenderebbe escludere l'accertamento del trascorrere di un periodo minimo tempo, laddove esso sia già rispettato per le altre azioni possedute dall'azionista che ne sia assegnatario”. A sostegno di ciò vi sarebbe “sia un'argomentazione di tipo formale, giacché non si coglierebbe altrimenti la ragione dell'esplicita menzione dell'aumento del capitale a titolo gratuito quale specifico titolo di acquisto delle azioni, sia sulla base di una ragione sostanziale consistente nella circostanza che le azioni assegnate gratuitamente mantengono inalterata la partecipazione dell'azionista al capitale e agli utili”.

³⁰¹ Ibid,

momento atteso che, non essendo ancora decorso il periodo statutariamente stabilito, la condizione legittimante il privilegio non potrà essere soddisfatta³⁰².

Va, poi, fatto notare che l'espresso riferimento alle "azioni assegnate", che rinvia alla sola ipotesi dell'aumento gratuito con assegnazione di titoli di nuova emissione ex art. 2442, comma 2, c.c., deve anche essere esteso all'aumento del valore nominale delle azioni in circolazione di cui al comma 3 dello stesso articolo.

Bisogna, poi, riscontrare una difficoltà dal punto di vista pratico nell'applicazione dell'istituto consistente nella determinazione percentuale delle azioni gratuitamente assegnate aventi immediato diritto al dividendo maggiorato senza considerare la decorrenza del periodo di detenzione qualificata nell'ambito del meccanismo di individuazione degli aventi diritto di cui all'art. 26 del Regolamento Congiunto Consob Banca d'Italia. Esso consente agli emittenti di determinare il quantitativo minimo di azioni continuativamente possedute dai soci nel corso del periodo rilevante e di calcolare il dividendo da corrispondere ad ogni avente diritto³⁰³.

Ancora, deve essere accolta la soluzione per cui il meccanismo di estensione del beneficio operi più che come estensione, quale mantenimento del diritto al dividendo maggiorato, sulle azioni spettanti al socio a seguito di un aumento di capitale a titolo gratuito in misura proporzionale ad una partecipazione percentuale al capitale sociale sostanzialmente invariata. Da ciò deriverebbe la necessaria applicazione di tale disposto anche nei casi in cui non sia previsto a livello statutario³⁰⁴. Tale impostazione sarebbe confortata dalla stessa lettera della norma laddove sancisce che la maggiorazione "possa

³⁰²Cfr. STELLA RICHTER JR. M., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Rivista del diritto commerciale*, prima parte 2011, p. 102.

³⁰³ CUGNASCO R., *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2011, p. 976.

³⁰⁴ In tal senso si esprimono in maniera concorde MARCHISIO E., *La maggiorazione del dividendo*, in "I diritti degli azionisti delle società quotate", a cura di Nicoletta Ciocca e Giorgio Marasà, Giappichelli, Torino, 2015, p.204; RESCIO G., sub art. 127-quaer, p. 1791; RESCIO G.A., *Le clausole di maggiorazione del dividendo nell'evoluzione delle società azionarie*, in AA. VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*. Studi in onore di G.E. Colombo, Torino, 2011, p. 281; STELLA RICHTER JR. M., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Rivista del diritto commerciale*, prima parte 2011, p. 102. In senso contrario CUGNASCO R., *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2011, p. 976, secondo cui va rilevato che, stando alla lettera della norma, l'estensione della maggiorazione alle azioni emesse in sede di aumento di capitale a titolo gratuito è possibile solo in presenza di una clausola statutaria facoltizzante in tal senso, dovendosi ritenere, dunque, che nel silenzio dello statuto il meccanismo di cui all'art. 127-quaer 1 comma, ultima parte, non possa operare.

estendersi” alle azioni spettanti a seguito di un aumento di capitale a titolo gratuito, non specificando la necessità di una previsione statutaria legittimante in tal senso, dovendosi concludere che una possibilità di tal tipo nel silenzio dell’art. 127-*quater* debba conseguire per forza di legge³⁰⁵.

2.7.4 Vicende modificative del titolare e dell’emittente della partecipazione

Per quanto riguarda le vicende modificative del titolare della partecipazione, il comma 3 dell’art. 127-*quater* TUF, prevede che *“La cessione dell’azione a titolo oneroso o gratuito comporta la perdita dei benefici previsti nel comma 1. I benefici sono conservati in caso di successione universale, nonché in caso di fusione e scissione del titolare delle azioni”*.

Analizzando la formulazione della norma, si può riscontrare come essa intenda far comportare la perdita del beneficio della maggiorazione in ogni caso di cessione delle azioni, ossia anche laddove l’alienante proceda immediatamente al riacquisto delle azioni. Indipendentemente dalla durata del trasferimento delle azioni, l’alienante perde il diritto a percepire utili in percentuale maggiori a quelle spettanti agli altri azionisti, sebbene al momento della cessione siano presenti i requisiti necessari ad accedere al beneficio³⁰⁶.

Inoltre, il disposto esprime la regola dell’impossibilità di trasferire il beneficio della maggiorazione nei confronti del cessionario della partecipazione, il quale potrà maturare in futuro i presupposti necessari ad accedervi senza poter, tuttavia, disporre immediatamente dopo l’acquisto del dividendo maggiorato³⁰⁷. Non è ammessa nemmeno la possibilità di computare il possesso continuativo del cessionario con il futuro periodo di detenzione qualificata dell’acquirente al fine di facilitare per quest’ultimo l’accesso alla maggiorazione³⁰⁸.

³⁰⁵ Ibid,

³⁰⁶ RESCIO G., *sub art. 127-quater*, p. 1791.

³⁰⁷ Ibid,

³⁰⁸ RESCIO G.A., *Le clausole di maggiorazione del dividendo nell’evoluzione delle società azionarie*, in AA. VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*. Studi in onore di G.E. Colombo, Torino, 2011, p. 282. In particolare, tali conclusioni sono obbligatoriamente dettate dalla principale ratio della norma consistente nell’incentivazione della stabilità dell’azionariato, nonché della partecipazione

Ancora, è stata posta la questione se nell'ipotesi in cui sia trascorso il periodo minimo di detenzione per accedere al dividendo, esso debba essere pagato anche laddove le azioni potenzialmente beneficiarie siano state trasferite dall'azionista tra la data della delibera di distribuzione degli utili e quella dell'effettivo pagamento. In questa ipotesi, potrebbe essere fatto valere un diritto di credito liquido ed esigibile corrispondente alla maggiorazione e, in quanto tale, si potrebbe assumere che l'acquirente abbia diritto a disporne in maniera libera.

Lo stesso terzo comma prevede, poi, una serie di eccezioni alla regola della perdita del beneficio in caso di cessione delle azioni. Si tratta delle vicende relative al titolare della partecipazione consistenti nella successione universale a causa di morte con subentro degli eredi, nella fusione con subentro della società incorporante o risultante e dalla scissione con subentro della beneficiaria. In tali casi, il legislatore ha ritenuto non sussistere una modificazione soggettiva quando la variazione del soggetto sia disciplinata dalla legge in termini di continuità giuridica del secondo nei diritti e nelle prerogative del primo³⁰⁹. Non è detto, tuttavia, che queste ipotesi espressamente menzionate dall'art. 127-*quater*, TUF, siano le uniche in cui non si verifichi la perdita del beneficio, dato che una continuità sostanziale è ravvisabile in altri casi come, ad esempio, nello scioglimento della società azionista con subentro nella titolarità dell'azione e del correlato beneficio del socio unico o di una base sociale ristretta o rimasta invariata, caso in cui non cambia chi con il proprio attivismo ha partecipato e continua a partecipare alle decisioni e alla vita sociale³¹⁰.

dei soci non influenti alla vita sociale. Al fine di raggiungere tali obiettivi è infatti indispensabile che il premio di maggiorazione non possa essere monetizzato in sede di trasferimento delle azioni, altrimenti sarebbe vanificata l'intenzione di limitare l'investimento speculativo. Tale tesi andrebbe accolta per una serie di ragioni che appaiono più convincenti di quella più rigida consistente nell'esclusione del beneficio. Innanzitutto, sempre alla luce dello scopo della norma dell'incentivazione alla partecipazione alla vita sociale e alla stabilità dell'azionariato, è possibile assumere che esso sia raggiunto tramite il decorso del periodo di detenzione continuativa, a nulla rilevando la più rigida condizione della perdita del beneficio nel caso della disposizione delle azioni prima che il dividendo maggiorato sia stato effettivamente percepito. In secondo luogo, il diritto al dividendo maggiorato è assoggettabile alla disciplina generale dei diritti di credito, cosicché l'eventuale deroga alle norme sulla cedibilità del credito dovrebbe essere legittimata sulla base di una specifica previsione del legislatore in tal senso. Anche sul piano operativo, è nell'interesse della società conoscere in sede di approvazione della delibera di distribuzione degli utili l'ammontare complessivo della maggiorazione senza che sul relativo diritto incida un fatto successivo alla delibera stessa come il trasferimento della partecipazione.

³⁰⁹ Cit. CUGNASCO R., *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2011, p. 938.

³¹⁰ RESCIO G., *sub art. 127-quater*, p. 1792.

Un ulteriore quesito che si può porre è se in caso di pegno o usufrutto delle azioni il termine previsto ai fini della concessione della maggiorazione debba considerarsi interrotto o meno dalla costituzione del diritto e quale sia il soggetto identificabile come titolare della azioni³¹¹. Dovrà, dunque essere accolta la soluzione per cui, analogamente a quanto rinvenibile in materia di distribuzione del dividendo a seguito della costituzione di diritti parziari di godimento e di garanzia in corso di esercizio, la maggiorazione dovrà essere corrisposta al legittimato al momento del pagamento ma, nel caso di clausola statutaria di incentivo della partecipazione assembleare, il creditore pignoratizio o l'usufruttuario saranno tenuti a corrispondere al nudo proprietario la quota a lui spettante per la frazione di anno precedente alla costituzione del diritto seguendo un discorso che va richiamato anche nel caso dell'estinzione del pegno o dell'usufrutto entro l'anno oggetto di verifica³¹².

Restando sempre nel quadro del terzo comma dell'art. 127-*quater*, è possibile passare alla trattazione delle vicende modificative dell'emittente della partecipazione. Lo stesso disposto stabilisce infatti che: *"In caso di fusione o scissione della società che abbia emesso le azioni indicate nel comma 1, i benefici si trasferiscono sulle azioni emesse dalle società risultanti, ferma l'applicazione del comma 2 con riferimento a tali società"*.

³¹¹ Secondo larga parte della dottrina, la risposta a tale interrogativo va ricercata sempre in virtù della ratio della norma in commento, per cui l'obiettivo dell'incentivazione dell'attivismo degli azionisti ininfluenti richiederebbe di assumere che il periodo di detenzione qualificata delle azioni si interrompa ogniqualvolta la costituzione del diritto determini il trasferimento ad un soggetto diverso dal socio del diritto di voto, così RESCIO G., *sub art. 127-quater*, p. 1790. Senonché, rispetto a un'interpretazione del genere, ne è stata fornita una diversa, basata sul rilievo che la norma di cui si tratta non è di per sé idonea nella sua formulazione legale ad incentivare l'attivismo degli azionisti ininfluenti. Si potrebbe così ritenere che, laddove l'effetto della stabilizzazione sia riferibile al socio nudo proprietario delle azioni, la detenzione qualificata possa continuare a riferirsi al nudo proprietario anche a seguito della costituzione del diritto di pegno o usufrutto. Difatti, tali vicende non comportano la modificazione soggettiva del socio, cosicché, in base alla funzione della clausola statutaria che prevede il dividendo maggiorato, si potrebbe concludere che laddove essa sia congegnata in modo da favorire la mera stabilità della partecipazione, allora la maggiorazione dovrà essere riferita al nudo proprietario, mentre nel caso in cui sia finalizzata a premiare la partecipazione attiva in assemblea, la maggiorazione spetterà al titolare del diritto di pegno o usufrutto. In tal senso MARCHISIO E., *La maggiorazione del dividendo*, in "I diritti degli azionisti delle società quotate", a cura di Nicoletta Ciocca e Giorgio Marasà, Giappichelli, Torino, 2015, p. 206.

³¹² Cit. MARCHISIO E., *La maggiorazione del dividendo*, in "I diritti degli azionisti delle società quotate", a cura di Nicoletta Ciocca e Giorgio Marasà, Giappichelli, Torino, 2015, p. 207.

E' possibile che la stessa società emittente passi attraverso operazioni menzionate nella lettera del disposto che comportano la perdita della soggettività a vantaggio della società incorporante o risultante o beneficiaria.

Vi è da ritenere che, nonostante il disposto non si esprima sul punto, i “benefici si trasferiscono sulle azioni emesse dalle società risultanti” solo quando la clausola di maggiorazione del dividendo sia riprodotta nello statuto della società risultante, ciò anche in base al rilievo che, allorquando la clausola in questione viene eliminata dallo statuto della società su delibera dell'assemblea straordinaria, il beneficio viene perso dai soci ininfluenti³¹³.

Va oltretutto escluso che la conservazione del premio di maggiorazione possa essere identificata come condizione di validità delle operazioni di fusione e scissione della società emittente, posta la necessità di evitare di disincentivare queste importanti vicende solo per il rischio della perdita del beneficio³¹⁴.

Ancora, opinioni discordanti in dottrina si rinvengono circa l'operatività o meno del beneficio di maggiorazione ex lege a seguito delle operazioni di fusione o scissione nella prima distribuzione dei dividendi successiva alla conclusione dei procedimenti. Pare doversi accogliere, in tal senso, la tesi della non sussistenza di alcuna aspettativa legislativamente tutelata rispetto alla percezione della maggiorazione, cosicché, in difetto di apposita clausola, il beneficio non potrà essere mantenuto nemmeno nella prima distribuzione post operazione straordinaria³¹⁵.

Sempre in relazione a ciò, è stato fatto notare³¹⁶ che ai soci aspiranti alla maggiorazione, seppur non equiparabili ai titolari di azioni speciali privilegiate, potrebbe essere assicurata una qualche tutela in sede di determinazione del rapporto di cambio. La risposta che deve così essere assunta è che la tutela dei soci in sede di rapporto di cambio non possa essere elevata a condizione di validità dell'operazione straordinaria

³¹³ RESCIO G., sub art. 127-quater, p. 1792.

³¹⁴ Ibid,

³¹⁵ RESCIO G., *sub art. 127-quater*, p.1792. In senso contrario, NOCELLA S., in *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, Commentario a cura di G. Guerrieri, *sub art. 127-quater*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2011, p. 715, per cui si dovrebbe ritenere preferibile che la fiduciosa aspettativa dei soci beneficiari sia rispettata nel primo stacco dei dividendi successivi all'operazione straordinaria, sempre che non sussista comunque una clausola che prevede il dividendo maggiorato nello statuto della società risultante dall'operazione. Invece, secondo un'altra autorevole opinione che pare doversi accogliere

³¹⁶ CUGNASCO R., *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2011, par. 3.1, nota 63.

per le stesse ragioni sopra esposte, anche se, ai sensi dell'art. 2501-ter, comma 1, n.7, c.c. nell'ambito della specificazione del trattamento riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni all'interno del progetto di fusione, potrà essere sicuramente sancita una forma di tutela anche per i soci beneficiari della maggiorazione rispetto al rapporto di cambio³¹⁷.

Infine, per quanto riguarda il richiamo all'art. 127-*quater* TUF vale ad escludere la maggiorazione del dividendo quando a seguito dell'operazione straordinaria si viene a verificare un motivo di impedimento della maggiorazione come ad esempio il superamento della soglia dello 0,5% del capitale sociale o il fatto che il socio venga ad acquisire post fusione il controllo della società risultante, eccezion fatta per l'ipotesi in cui il diritto alla maggiorazione sia già maturato divenendo un diritto di credito ormai perfetto nei confronti della società³¹⁸.

2.7.5 Maggiorazione del dividendo e categorie speciali di azioni

Il quarto comma dell'art. 127-*quater* esclude espressamente che le azioni a dividendo maggiorato possano configurare una categoria speciale di azioni. Tale specificazione appare corretta, in quanto ogni tipologia di azione può di regola aspirare al beneficio della maggiorazione. Si può notare, peraltro, che nelle *public companies* in cui non si venga a creare la contrapposizione tra azionisti influenti ed altri in possesso di una partecipazione minima al capitale sociale e in cui tutti gli azionisti presentano i requisiti per accedere al privilegio nello stesso momento, gli effetti della maggiorazione non si esplicherebbero. Ciò porta a ritenere che il funzionamento del dividendo maggiorato non determina la creazione di alcuna categoria speciale di azioni perché nessuna azione concede un diritto particolare rispetto alle altre³¹⁹, il che tuttavia non esclude che la clausola statutaria che lo prevede non possa riconoscere il dividendo maggiorato alle sole azioni appartenenti ad una specifica categoria.

³¹⁷ Cfr. RESCIO G., *sub art. 127-quater TUF*, p. 1792.

³¹⁸ Cfr. MARCHISIO E, *La maggiorazione del dividendo*, in "I diritti degli azionisti delle società quotate", a cura di Nicoletta Ciocca e Giorgio Marasà, Giappichelli, Torino, 2015, p. 208.

³¹⁹ Cfr. RESCIO G.A., *Le clausole di maggiorazione del dividendo nell'evoluzione delle società azionarie*, in AA. VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*. Studi in onore di G.E. Colombo, Torino, 2011, p. 285.

Alla luce di tali considerazioni, è possibile affermare che, così come l'istituto del voto maggiorato, anche quello in commento inerisce il titolare dell'azione che presenti i requisiti richiesti dalla legge più che l'azione in sé. Esso non attribuisce infatti diritto definibile personalistico in quanto è comunque dipendente dall'operatività di una variabile estrinseca rispetto al titolo azionario posseduto, ossia fundamentalmente la titolarità ininterrotta delle azioni per un lasso di tempo continuativo sancito per legge³²⁰. Dal punto di vista sistematico, la norma espressa dal quarto comma assume inoltre rilevanza quale strumento che consente di prevedere anche nelle società azionarie, senza bisogno di una categoria speciale di azioni, un diritto sociale che possa essere riservato solo a coloro che si trovino in una certa condizione soggettiva e oggettiva transitoria e siano legati in modo da escludere il trasferimento del beneficio personalistico in caso di alienazione delle azioni³²¹.

Ci si deve poi chiedere come sia possibile coordinare la previsione in esame con la possibilità ex art. 2348 c.c. di ripartire il capitale sociale in diverse categorie di azioni che si distinguono sulla base di una differente partecipazione agli utili. Innanzitutto, proprio per il fatto di riferirsi all'azionista più che all'azione, il privilegio può essere attribuito sia ad azione ordinarie che speciali, dovendosi peraltro intendere possibile l'applicazione di esso anche alle azioni di risparmio, seppur quest'ultime siano azioni prive del diritto di intervento e di voto, per cui tramite esse non si può esplicare funzione del dividendo maggiorato consistente nell'incentivare l'attivismo sociale³²². Nonostante ciò, il principale scopo dell'istituto in considerazione consiste nel favorire la stabilità dell'azionariato, cosicché sarebbe in via di principio legittimo configurare la maggiorazione per le azioni di risparmio per perseguire tale scopo³²³.

³²⁰ MARCHISIO E, *La maggiorazione del voto (art.127-quinquies TUF): r̀compense al socio "stabile" o truceage del socio di controllo?*, Banca, borsa, titoli di credito, fasc.I, 2015, p. 80.

³²¹ Cit. RESCIO G.A., *Le clausole di maggiorazione del dividendo nell'evoluzione delle società azionarie*, in AA. VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*. Studi in onore di G.E. Colombo, Torino, 2011, p.286, il quale rileva anche che: "La natura sociale della clausola statutaria da cui deriva la maggiorazione sta nel concedere la possibilità di acquisire il beneficio per qualunque socio si trovi nella condizione da essa stabilita, sebbene la posizione che dà diritto al dividendo maggiorato no sia di norma trasferibile con l'azione e il trasferimento azzeri il processo di formazione dei presupposti costitutivi del diritto"

³²² RESCIO G., sub art. 127-quater, p. 1785.

³²³ Cfr. MARCHISIO E, *La maggiorazione del dividendo*, in "I diritti degli azionisti delle società quotate", a cura di Nicoletta Ciocca e Giorgio Marasà, Giappichelli, Torino, 2015, p. 211. Inoltre, è stato auspicato in dottrina l'introduzione di una clausola statutaria che disciplini il cumulo di privilegi sugli utili attribuibili

E' generalmente accettato che la maggiorazione possa essere riservata a specifiche categorie di azioni, così come sarebbe possibile la previsione di diverse percentuali di maggiorazione, fermo restando che l'attribuzione del beneficio dovrà in questi casi essere approvata ex art. 2376 c.c. dall'assemblea speciale degli azionisti delle categorie che non possono accedere al beneficio, poiché in questi casi si determinerebbe comunque un pregiudizio al potere dei soci che non potranno accedere al dividendo maggiorato³²⁴.

Sempre in riferimento all'art. 2376 c.c., essendo stata espressamente esclusa la riconducibilità delle azioni a dividendo maggiorato ad una categoria speciale di azioni, le istanze dei soci aventi diritto al premio di maggiorazione non potranno trovare spazio nell'ambito di un'assemblea di categoria³²⁵. Va invece assunto che il mezzo di tutela degli azionisti cui spetta il dividendo maggiorato ex art. 127-*quater* non differisca dai tradizionali strumenti invocabili dagli azionisti titolari di azioni ordinarie. Peraltro, la giurisprudenza dominante assume che nel momento precedente alla decisione sulla distribuzione dell'utile l'azionista non vanta alcun diritto di credito alla corresponsione del dividendo, regredendo la sua posizione ad una mera aspettativa di remunerazione non tutelata a livello legislativo. La decisione circa l'an e il quantum della distribuzione spetterà totalmente alla società, rimanendo così in capo al socio legittimato al dividendo maggiorato la possibilità di provare l'intento abusivo della maggioranza dimostratosi nella sistematica mancata distribuzione dell'utile, potendosi in tal caso rilevare che l'assemblea abbia agito nell'attuazione di un interesse extra-sociale non giustificabile³²⁶. Questa impostazione va estesa anche alle azioni di risparmio visto che a seguito dell'introduzione del Testo Unico della Finanza è stato abrogato l'art. 15 della l.

a categorie speciali di azioni con l'eventuale premio di maggiorazione che possa essere invocato per una di tali categorie. Così, si può ritenere che l'autonomia statutaria assumerà un ruolo fondamentale nella soluzione della suddetta problematica di coordinamento. In tal senso, RESCIO G., sub art. 127-*quater*, p. 1785.

³²⁴ STELLA RICHTER JR. M., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in Rivista del diritto commerciale, prima parte 2011, p. 99.

³²⁵Va inoltre intesa come una forzatura l'eventuale estensione dell'art. 2376 alle azioni a dividendo maggiorato basata sul concetto della relatività della categoria azionaria, ossia sull'impostazione per cui, laddove sia identificabile almeno un'altra categoria di azioni, si applica lo status di azioni di categoria anche alle azioni che si definiscono per convenzione ordinarie come quelle aventi diritto alla maggiorazione, Cfr. CUGNASCO R., *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in Rivista del diritto commerciale, 2011, p. 940.

³²⁶ Ibid,

216/1974 che garantiva un diritto alla periodica ripartizione del dividendo agli azionisti di risparmio. Prendendo poi in considerazione il fatto che la clausola può attribuire il diritto ad una maggiorazione non superiore alla soglia del 10% del dividendo distribuito alle altre azioni, la stessa lettera dell'art. 127-*quater* TUF porta a ritenere illegittima la previsione statutaria che sottragga all'assemblea la decisione sull'an e il quantum della maggiorazione configurando un diritto soggettivo al dividendo.

Da tali riflessioni deriva in definitiva che la tutela spettante all'azionista portatore del dividendo maggiorato rispetto al pregiudizio che possa derivare dalla delibera di distribuzione dell'utile sarà quella reale di cui all'art. 2377 c.c. comma 2³²⁷, ovvero quella obbligatoria di cui al comma 4³²⁸.

Definito ciò, bisogna passare alla trattazione di un secondo problema di coordinamento che è quello relativo al rapporto tra categorie di azioni accompagnate da diverse maggiorazioni del dividendo e il limite di partecipazione ex art. 127-*quater*, comma 2, TUF.

In primis, va definito il modo in cui calcolare il limite dello 0,5% di partecipazione al capitale sociale nel caso in cui il dividendo maggiorato sia applicato ad una sola categoria di azioni³²⁹.

³²⁷Art. 2377 comma 2: *“Le deliberazioni che non sono prese in conformità della legge o dello statuto possono essere impugnate dai soci assenti, dissenzienti od astenuti, dagli amministratori, dal consiglio di sorveglianza e dal collegio sindacale*

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

³²⁸ Art. 2377 comma 4: *“La deliberazione non può essere annullata:*

1) per la partecipazione all'assemblea di persone non legittimate, salvo che tale partecipazione sia stata determinante ai fini della regolare costituzione dell'assemblea a norma degli articoli 2368e 2369;
2) per l'invalidità di singoli voti o per il loro errato conteggio, salvo che il voto invalido o l'errore di conteggio siano stati determinanti ai fini del raggiungimento della maggioranza richiesta;
3) per l'incompletezza o l'inesattezza del verbale, salvo che impediscano l'accertamento del contenuto, degli effetti e della validità della deliberazione”.

³²⁹ Ipotizzando ad esempio che un socio sia titolare di una partecipazione complessiva al capitale della società pari all'1,5%, di cui lo 0,5% è costituito da azioni di categoria A cui lo statuto riconosce il beneficio e per la restante parte da azioni escluse dal beneficio, deve essere determinato se il limite vada calcolato sulla partecipazione complessiva o sulle sole azioni che attribuiscono il dividendo maggiorato. Infatti nel primo caso il beneficio potrà operare solo rispetto alle azioni che rappresentino 1/3 delle azioni di classe A ovvero essere totalmente escluso se si decidesse di computare le azioni rimanenti prima di quelle di categoria ai fini del calcolo della soglia. Cit. MARCHISIO E, *La maggiorazione del dividendo*, in”

La soluzione corretta va ritenuta quella consistente nel ritenere che il superamento della soglia dello 0,5% disapplichì il beneficio della maggiorazione solo rispetto la classe di azioni cui è attribuita la maggiorazione. Ciò per la ragione che la disposizione non è volta a limitare la misura della partecipazione ma l'imputazione del beneficio e, pertanto, non può applicarsi che sulle sole azioni astrattamente beneficiarie della maggiorazione³³⁰.

Un'ulteriore problematica è quella relativa all'ipotesi in cui un socio sia in possesso di azioni appartenenti a categorie che attribuiscono la maggiorazione in misura differente. Può essere anticipato che non esiste una soluzione univoca alla questione prospettata cosicché sarà lo statuto a dover definire le modalità di calcolo della soglia dello 0,5% in termini negoziali.

In relazione a ciò, può farsi l'esempio di un socio A che sia titolare di azioni corrispondenti in maniera complessiva all'1% del capitale sociale, di cui lo 0,33% appartenenti alla categoria A che attribuisce un dividendo maggiorato dell'1", lo 0,33% di categoria B che attribuiscono un dividendo maggiorato corrispondente al 5% e azioni di categoria C che sono portatrici di una maggiorazione del 10%.

Per quanto riguarda le modalità di calcolo possono essere seguite tre tecniche alternative, partendo comunque dal presupposto che, come in riferimento alla problematica precedente, la soglia dello 0,5% va calcolata separatamente per ogni categoria di azioni e non rispetto alla partecipazione complessiva del socio. Come prima modalità di calcolo favorevole al socio cui spetta il beneficio, si potrebbe procedere a computare il beneficio per le azioni che hanno la maggiorazione più alta, riconoscendo così la maggiorazione alle azioni di categoria C e B ma non per le restanti. Un secondo *modus operandi* potrebbe consistere nell'iniziare il computo del beneficio delle azioni con la maggiorazione più bassa a vantaggio dei soci non titolari del beneficio. D'altra parte sembrerebbe preferibile una terza modalità di calcolo consistente nell'imputare la limitazione pro quota alle partecipazioni, ossia riconoscendo la maggiorazione per la sola metà delle azioni appartenenti a ciascuna categoria ed escludendola per il restante 50%³³¹.

I diritti degli azionisti delle società quotate", a cura di Nicoletta Ciocca e Giorgio Marasà, Giappichelli, Torino, 2015, p. 213.

³³⁰Ibid,

³³¹ Ibid,

Dalle riflessioni circa la figura del dividendo maggiorato come istituto che si contrappone alla tradizionale concezione di categoria speciale di azioni deriva anche la necessità di stabilire se le società quotate possano introdurre una categoria azionaria che riproduca esattamente il meccanismo dell'art. 127-*quater*³³².

Si pone, in particolar modo, la necessità di evitare che gli statuti possano eludere le limitazioni poste dall'art. 127-*quater* mediante la fissazione di una categoria speciale che ne riproduca il funzionamento sostanziale. Bisogna, dunque, dare una lettura sistematica alla norma per cui dovranno essere estesi i limiti posti dall'art. 127-*quater* anche nell'ipotesi di un diritto al dividendo maggiorato cristallizzato in un'azione di categoria. Dunque, aldilà della libera determinazione del contenuto delle azioni di categoria speciale, i limiti espressi dall'art. 127-*quater* non potranno essere superati e tale conclusione deve essere confermata anche guardando al fatto che il principio di atipicità delle categorie azionarie viene comunque subordinato all'osservanza di una serie di disposizioni come ad esempio quelle in materia di divieto di patto leonino, il limite all'emissione delle azioni a voto limitato, l'esclusiva competenza degli amministratori nella gestione sociale, che assumono una valenza generale e limitante l'autonomia statutaria. Tra di esse può essere collocata sicuramente anche la portata dell'art. 127-*quater*, Tuf³³³.

³³² Vi è innanzitutto da specificare che nell'ambito dell'ampiezza concessa all'autonomia statutaria dall'art. 2348 c.c. (Nello specifico, l'art. 2348 prevede sul punto che alle società è consentito creare "categorie di azioni fornite di diritti diversi" e "nei limiti imposti dalla legge liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie"), nella creazione di categorie speciali di azioni sicuramente potrebbe collocarsi la facoltà di adottare una conclusione positiva all'interrogativo. Peraltro, "nemmeno il quarto comma dell'art. 127-*quater* che si limita ad escludere la rilevanza di categoria alle azioni eventualmente beneficiarie del privilegio della maggiorazione del dividendo, dato che è sostanzialmente differente sancire che le azioni a dividendo maggiorato non possano costituire una categoria speciale rispetto al fatto di ipotizzare la liceità di una categoria di azioni specificamente congegnata per riprodurre il funzionamento dell'istituto in questione". Cit. CUGNASCO R., *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2011, p.957.

³³³ Il fatto che la norma in commento possa fungere da modello legale per la creazione di categorie che ne replicano il funzionamento può tuttavia comportare una serie di difficoltà applicative. Si può pensare in tal senso al caso di azioni di risparmio che siano portatrici del privilegio della maggiorazione del dividendo condizionato alla decorrenza di un periodo di detenzione qualificata e in misura superiore al 10% del dividendo distribuito alle altre azioni, sebbene le azioni di risparmio siano di per sé accompagnate dall'esclusione o dalla limitazione del diritto di voto. In questa ipotesi bisognerebbe considerare la delegificazione totale dei privilegi di natura patrimoniale attuata dal legislatore in relazione alle azioni di risparmio. In tal senso FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio; "vingt ans apres"* in *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, p. 229. Cosicché, secondo CUGNASCO R., in *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2011, p.960

2.7.6. Il diritto di recesso per modifiche recanti pregiudizio al privilegio e tutela dei titolari di altre categorie di azioni

Una prima questione attiene alla configurabilità del diritto di recesso a favore dei titolari di azioni portatrici del diritto alla maggiorazione del dividendo nel caso di modifica o soppressione della clausola statutaria di cui all'art. 127-*quater*.

Posto che le azioni cui spetta la maggiorazione non costituiscono per espressa previsione dell'art. 127-*quater*, quarto comma, una categoria speciale di azioni, ai portatori di azioni di tal genere non può essere riconosciuta la tutela derivante dal vaglio dell'assemblea speciale di categoria a fronte di delibere di modifica o eliminazione della clausola facoltizzante, assumibili mediante le normali maggioranze dell'assemblea straordinaria dei soci. Da qui, l'unico mezzo di tutela dei potenziali fruitori del premio di maggiorazione a fronte di tali operazioni è rappresentato proprio dal diritto di recesso invocabile ex art. 2437, comma 1, lett. g, c.c. Difatti, l'articolo in questione prevede che abbiano diritto di recedere i soci che non abbiano concorso alle deliberazioni riguardanti *“le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione”*, ipotesi nella quale devono ritenersi riconducibili anche deliberazioni che vadano ad incidere sulla distribuzione degli utili, come quelle qui in commento³³⁴. Inoltre, il diritto di recesso andrà riconosciuto anche a tutela del socio che abbia diritto solo in parte alla

sarebbe una forzatura assumere che debba essere rispettata la soglia massima di beneficio sancita ad altri fini dall'art. 127-*quater* TUF. Lo stesso autore riferisce poi caso in cui siano emesse azioni privilegiate che attribuiscono un beneficio simile a quello dell'art. 127-*quater* ma che presentino una differenza per quanto riguarda il diritto alla maturazione del dividendo maggiorato. In questo caso si pone il dubbio se si possa trattare di una tipologia di azione speciale che per il solo fatto di non riprodurre in tutto e per tutto il meccanismo di funzionamento dell'art. 127-*quater* possa eludere l'applicazione dei limiti espressi dalla norma in commento. In tal caso il pericolo di aggiramento della portata della norma è sicuramente elevato e al fine di evitare situazioni simili sono state avanzate due soluzioni alternative: considerare applicabili i limiti espressi dall'art. 127-*quater* TUF alla creazione di una categoria azionaria che sia modellata sul suddetto istituto pur accettando possibili rischi di elusione della relativa disciplina, oppure ritenere applicabili le limitazioni espresse dall'art. 127-*quater* alla sola ipotesi di maggiorazione invocabile per tutte le categorie di azioni emesse e non a quella attribuita ad una sola categoria di azioni. Così, Cfr. RESCIO G.A., *Le clausole di maggiorazione del dividendo nell'evoluzione delle società azionarie*, in AA. VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*. Studi in onore di G.E. Colombo, Torino, 2011, p.285

³³⁴ Cfr. RESCIO G., sub art. 127-*quater*, nota 22.

maggiorazione del dividendo in quanto titolare di una partecipazione superiore allo 0,5% del capitale sociale o alla minor percentuale statutariamente stabilita³³⁵.

Ancora, bisogna precisare che all'avverarsi delle condizioni di integrazione dell'art. 2437 c.c., il diritto di recesso spetta anche a quei azionisti che pur non avendo ancora maturato il diritto alla maggiorazione siano potenzialmente nella condizione di accedervi³³⁶.

A seguito di tali riflessioni, è possibile passare alla considerazione di un'altra figura di recesso potenzialmente attribuibile nei confronti dei soci pregressi a seguito dell'introduzione della clausola statutaria legittimante il dividendo maggiorato.

La dottrina ha a lungo ammesso il diritto di recesso in tale caso³³⁷, assumendo che la vicenda in esame si sarebbe potuta ricondurre sia "*all'introduzione di un vincolo alla circolazione delle azioni*" legittimante il recesso ex art. 2437, comma 2, lett. b, c.c., posto che "*la cessione dell'azione a titolo oneroso o gratuito comporta la perdita dei benefici*" ex art. 127-*quater* TUF, sia a "*modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione*" legittimanti il recesso ex art. 2437, comma 1, lett. g, c.c.

In verità, il legislatore sembra aver assunto una soluzione contraria rispetto a quella prospettata dai primi commentatori della norma, poiché, con l'art. 3, comma 8°, lett. c, d.lgs. 18 giugno 2012, n.91, ha modificato l'art. 127-*quater*, TUF, introducendo il nuovo comma 4-*ter* per cui "*la deliberazione di modifica dello statuto prevista dal comma 1 non attribuisce il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437 del codice civile*".

³³⁵ Cit. CUGNASCO R., *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in Rivista del diritto commerciale, 2011, p. 944. Secondo l'autore d'altra parte, è necessario definire in quali ipotesi il diritto di recesso possa concretamente essere esercitato, essendo necessario limitare l'eccessiva ampiezza delle modifiche peggiorative che potrebbero legittimarne l'esercizio a seguito della forte assunzione fatta sopra. In relazione a ciò, è possibile sostenere che diano sicuro diritto di recesso provvedimenti che comportino ad esempio l'aumento del periodo di detenzione necessaria alla maturazione del diritto al dividendo maggiorato, la riduzione della misura della maggiorazione percentuale sulla distribuzione o la riduzione della soglia necessaria ad accedere al premio. D'altro canto, sembrerebbe un'interpretazione eccessivamente forzata ricondurre all'ambito di applicabilità dell'art. 2437, comma 1, lett. g, un diritto di recesso che sia connesso alla modifica della clausola statutaria legittimante che ponga condizioni ulteriori rendenti in parte più difficoltoso l'esperimento del beneficio

³³⁶ Ibid,

³³⁷ In tal senso concordi: STELLA RICHTER JR. M., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in Rivista del diritto commerciale, prima parte 2011, p.94; NOCELLA S., in *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, Commentario a cura di G. Guerrieri, *sub art. 127-*quater**, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2011, p. 717; CUGNASCO R., *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in Rivista del diritto commerciale, 2011, p. 943.

Il legislatore si è così uniformato all'impostazione assunta da Assonime³³⁸ nel 2010 sul punto, escludendo quindi che la previsione di dividendi maggiorati possa essere riconducibile ad una giusta causa di recesso ai sensi dell'articolo 2437 c.c.

Sebbene l'intervento legislativo abbia portato a risolvere in parte il dubbio interpretativo, altri problemi sorgono dalla stessa formulazione del nuovo comma 4-ter, il quale sembra riferirsi alla sola ipotesi in cui la maggiorazione sia riconosciuta indifferentemente a tutti gli azionisti per il tramite di emissione di sole azioni ordinarie o anche speciali che non incidano sull'esperimento del beneficio, peraltro senza posizionamento a livello statutario di condizioni ulteriori cui sia subordinata la maturazione del beneficio.

Va, dunque accolta l'impostazione per cui, anche in virtù del nuovo disposto, il presupposto di applicabilità del diritto di recesso ex art. 2437, comma 1, lett. g, c.c., sia rinvenibile nel caso in cui la maggiorazione del dividendo sia stata estesa ad una sola categoria di azioni e dubitativamente anche nel caso in cui si sia solo in presenza di condizioni ulteriori, poiché i soci esclusi dal beneficio sarebbero programmaticamente esclusi dall'accesso alla maggiorazione, potendosi così integrare la ratio dell'applicabilità dell'art. 2437 c.c.³³⁹

2.8. Il ricorso all'istituto del dividendo maggiorato nella prassi delle società quotate, primi bilanci e prospettive circa l'applicazione dell'art. 127-*quater*, TUF

Non vi è stato alcun ricorso all'istituto del dividendo maggiorato ex art. 127-*quater*, TUF nella prassi delle società azionarie quotate italiane, confermando tale dato i troppi problemi connessi ad un premio di maggiorazione sulla distribuzione dell'utile così consegnato.

La norma se applicata potrebbe facilmente prestarsi al sollevamento di questioni di illegittimità costituzionale (come rilevato nel paragrafo 3.3.) per possibile contrasto con l'art. 3 e 76 della Costituzione, presentando in tal senso un carattere precario. D'altronde, essa appare anche distonica rispetto all'ordinamento societario italiano,

³³⁸ Cfr. ASSONIME, Circolare n. 11/2010, p.16.

³³⁹ Cit. MARCHISIO E, *La maggiorazione del dividendo*, in "I diritti degli azionisti delle società quotate", a cura di Nicoletta Ciocca e Giorgio Marasà, Giappichelli, Torino, 2015, p. 210.

poiché tende a favorire la stabilità dell'azionariato senza dimostrare significativi effetti positivi in termini di incentivazione all'attivismo dei soci beneficiari del premio di maggioranza, potendo avere così l'effetto di comportare un ulteriore irrigidimento di un sistema come quello italiano basato già su un controllo societario fortemente concentrato in mano a gruppi familiari³⁴⁰.

Anche alla luce del possibile contrasto con il principio della parità di trattamento non manca chi ha sottolineato che laddove una misura del genere fosse economicamente opportuna, ciò non toglierebbe che le medesime finalità potrebbero essere raggiunte tramite la creazione di una categoria speciale di azioni, strumenti finanziari o altre misure³⁴¹.

In tal senso, per ragioni di coerenza sistematica non sarebbe giustificabile assumere quale unico scopo di introduzione di una norma di questo tipo l'intento della maggioranza di attribuire agli azionisti di minoranza un beneficio per non vendere le proprie azioni in caso di OPA ostile. Vigge infatti in Europa la regola della parità di trattamento nei mercati finanziari che andrebbe eluso riconducendo come funzione principale quella di anti scalata in caso di OPA³⁴².

Dopodiché, per il perseguimento di finalità anti-speculative le società per azioni possono procedere ad acquisti di azioni proprie senza limiti quantitativi per quanto riguarda le società non quotate e on un limite del 20% del capitale delle società quotate. Ciò porta a ritenere che anche le finalità anti speculative possano essere perseguite per il tramite di uno strumento diverso da quello analizzato³⁴³.

³⁴⁰ In tal senso, STELLA RICHTER JR. M., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Rivista del diritto commerciale*, prima parte 2011, p. 95; DE LUCA N. in *Maggiorazione del dividendo o parità di trattamento? Quale regola è più gradita ai mercati finanziari?*, p. 7.

Il dispositivo in questione comporta poi un'ulteriore problematica, ossia il pericolo dell'inasprimento dei conflitti endosocietari tra soci di controllo cui spetta la decisione finale sulla delibera di distribuzione degli utili e soci di minoranza cui spetta il diritto alla maggiorazione del dividendo. I primi potrebbero infatti preferire di riportare a nuovo l'utile distribuibile oppure di limitare la quota degli utili distribuibili per escludere o comunque limitare l'ammontare del premio di maggioranza ex art. 127-quater TUF. Il sospetto che tali comportamenti vengano assunti nel perseguimento di un interesse extrasociale consistente nell'intento di recare pregiudizio alla posizione dei soci di minoranza potrà dunque portare all'aumento del livello dei contenziosi e delle relative spese. In tal senso, NOCELLA S., in *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, Commentario a cura di G. Guerrieri, *sub art. 127-quater*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2011, p. 723.

³⁴¹ Cit, DE LUCA N., *Maggiorazione del dividendo o parità d trattamento*, p.17.

³⁴² Ibid,

³⁴³ Ibid. Va aggiunto che la previsione di un premio di fedeltà per gli azionisti di minoranza potrebbe risultare misura sgradita al mercato finanziario per una serie di ragioni. In primis esso comporta la minore

Sempre a livello tecnico giuridico si può riscontrare (come trattato nel paragrafo 3.7.6. relativo al recesso) che la previsione statutaria che introduce l'istituto può determinare un deciso aumento del numero di recessi da parte di quei soci che si sentissero pregiudicati nelle proprie prerogative da un premio di fedeltà per gli azionisti di minoranza e che non abbiano concorso all'assunzione della relativa delibera³⁴⁴.

D'altra parte, in relazione alla deroga al principio della proporzionalità dei dividendi, essa si potrebbe ritenere non opportuna se si considera che lo stesso art. 2349, comma 1, c.c. sancisce che: *“Se lo statuto lo prevede, l'assemblea straordinaria può deliberare l'assegnazione di utili ai prestatori di lavoro dipendenti delle società o di società controllate mediante l'emissione, per un ammontare corrispondente agli utili stessi, di speciali categorie di azioni da assegnare individualmente ai prestatori di lavoro, con norme particolari riguardo alla forma, al modo di trasferimento ed ai diritti spettanti agli azionisti. Il capitale sociale deve essere aumentato in misura corrispondente”*.

Da ciò deriva che la fidelizzazione degli azionisti dipendenti è già possibile mediante l'applicazione di uno strumento riferibile a tutte le società azionarie e non solo alle società quotate³⁴⁵.

E' difatti proprio la presenza di strumenti già consolidati nel diritto delle società quotate che si possono utilizzare per l'attuazione degli stessi obiettivi perseguiti dal dividendo maggiorato a comportare la considerazione che una norma come quella dell'art. 127-*quater* TUF abbia introdotto nell'ordinamento italiano un istituto nuovo in maniera forse troppo frettolosa e di cui forse non vi era bisogno.

Tali rilievi sembrano confermati dalla pressoché assente prassi applicativa dell'istituto e dal conseguente scarso interesse dimostrato dalle società azionarie verso la maggiorazione del dividendo. Dunque sarebbe possibile affermare che l'introduzione nell'ordinamento italiano della maggiorazione del dividendo sia stata più che altro dettata dalla spinta ad uniformarsi ai corrispondenti istituti in campo europeo di

attitudine dell'investimento diffuso a valere da flottante disponibile, in tal senso Cfr. DE LUCA N., Problemi di fedeltà ed uguaglianza tra azionisti: riflessioni sull'art. 127-*quater* TUF, in RDS 2012, p. 43.

In secondo luogo rende necessariamente più gravoso il calcolo del dividendo unitario per azione, generando così incertezza per il mercato rispetto alla redditività di un certo investimento Cfr. STELLA RICHTER JR. M., Prime considerazioni sul dividendo maggiorato, Rivista Bancaria-Minerva Bancaria n. 5.6/2010, p. 75.

³⁴⁴ Ibid,

³⁴⁵ DE LUCA N., Problemi di fedeltà ed uguaglianza tra azionisti: riflessioni sull'art. 127-*quater* TUF, in RDS 2012, p. 43.

derivazione francese e tedesca cui esso si ispira (con la maggior parte dei tratti comune di derivazione francese) nell'ottica della cosiddetta concorrenza tra ordinamenti. Al fine di aumentare il grado di appetibilità del sistema normativo delle società quotate italiane si è tuttavia provveduto ad adattare tale strumento ad un contesto normativo che già offriva di per sé risposte rispetto alle finalità perseguite dalla norma, determinandosi così sostanzialmente una serie di questioni interpretative come quelle esposte difficilmente risolvibili³⁴⁶.

Alla luce di tali considerazioni, la prospettiva che si dovrebbe auspicare è che il legislatore sia più attento al diritto che viene dalle cose, ovvero al diritto che si viene a manifestare da esigenze concrete e richiede di essere tradotto sotto forma di regolazione espressa in norme, essendo così necessario che ardite sperimentazioni come quella in esame siano effettuate solo quando siano realmente necessarie³⁴⁷.

Nonostante le decisive critiche sollevabili sull'istituto in commento, bisogna però considerare che è possibile ritenere che sia l'art. 127-*quater*, TUF, che l'art. 127-*quinquies*, TUF, i quali prevedono rispettivamente gli istituti della maggiorazione del dividendo e del voto, si pongono in linea di continuità con la più recente dottrina giuridico-economica rivolta al favor verso la categoria dell'azionista stabile (c.d. *long termism*) quale soluzione necessaria ad incentivare l'investimento non meramente speculativo anche nella prospettiva di disincentivare l'eccessiva volatilità dei titoli quotati³⁴⁸.

In tal senso, se l'insieme delle partecipazioni ininfluenti costituisce una percentuale significativa del flottante, la maggiorazione del dividendo, nel ridurre l'incentivo alla

³⁴⁶ E' stato pertanto affermato in dottrina STELLA RICHTER M. JR., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in Rivista del diritto commerciale, prima parte 2011, p. 105, che il corpo (ossia il sistema normativo delle società azionarie italiane) abbia sostanzialmente rigettato il trapianto (ossia la forzata previsione nell'ordinamento italiano di un istituto già sperimentato in altri paesi europei) e anche che l'art. 127-*quater* TUF abbia introdotto "L'ennesimo esemplare giuridico creato dal legislatore senza che esso fosse realmente richiesto dalla pratica degli affari e senza che esso fosse tanto meno affinato tramite le esperienze pratiche".

³⁴⁷ STELLA RICHTER M., *Prime considerazioni sul dividendo maggiorato*, Rivista Bancaria-Minerva Bancaria n. 5.6/2010, p. 73. D'altronde, molto spesso le nuove esigenze giuridiche possono essere risolte facendo ricorso a vecchi istituti che per usare le parole di Ascarelli "alla nuova materia ancora incandescente offrono un'intelaiatura già nota e sicura".

³⁴⁸ MARCHISIO E, *La maggiorazione del dividendo*, in "I diritti degli azionisti delle società quotate", a cura di Nicoletta Ciocca e Giorgio Marasà, Giappichelli, Torino, 2015, p.88.

negoiazione dei titoli, può contribuire a stabilizzare i prezzi di mercato delle azioni a tutto vantaggio della società.

Ancora, la lettura combinata degli art. 127-*quater* e 127-*quinquies*, TUF, porta ad affermare che la disciplina in tema di società quotate è un laboratorio a partire dal quale possano essere elaborati principi e categorie di grande impatto sistematico e sempre nella prospettiva dell'incentivazione dell'azionariato di lungo periodo per evitare investimenti di stampo speculativo³⁴⁹.

In tale ottica la previsione del dividendo maggiorato può essere vista come un frammento dello statuto normativo che il legislatore ha tentato di costituire a favore dell'investitore di lungo periodo, non imponendo alle società quotate l'adozione di una tale politica ma fornendo uno strumento idoneo a livello statutario alla società che ne ritenga opportuna l'applicazione³⁵⁰.

D'altro canto, sono state le stesse crisi finanziarie dell'ultimo decennio ad evidenziare la necessità di passare da una logica di gestione societaria di breve termine (*short-termism*) ad una di più lunga prospettiva per evitare le ripercussioni economiche di scelte remunerative nell'immediato ma deleterie nel medio-lungo periodo. Sebbene, dunque, a la norma dell'art. 127-*quater* sia stata introdotta in un contesto e frangente diverso da quella in materia di maggiorazione di voto, insieme ad essa può essere vista come utile strumento per l'attuazione dei più recenti orientamenti di politica economica.

³⁴⁹ TOMBARI U., “maggiorazione del dividendo” e “maggiorazione del voto”: verso uno statuto normativo per l'investitore di medio lungo periodo?, in Banca, Borsa, Titoli di credito, fasc. 3, 2016, p. 303 ss.

³⁵⁰ Ibid,

Capitolo 3

Analisi comparatistica nel ricorso agli istituti del voto e del dividendo maggiorato

3.1 Il voto maggiorato in prospettiva comparata

3.1.1 Il superamento del principio della parità di trattamento in prospettiva comparata

L'introduzione degli istituti del voto e del dividendo maggiorato risponde alla finalità di adeguare l'ordinamento italiano ad un nuovo orientamento giuridico-economico emerso a livello internazionale e improntato a favorire la fidelizzazione del socio.

E' stata soprattutto la crisi finanziaria emersa negli ultimi anni a comportare il ripensamento della logica di breve periodo (c.d. *short-termism*) nella gestione dell'impresa per passare alla valorizzazione di una prospettiva di più ampio raggio (c.d. *long-termism*) tramite la quale attuare una gestione più accorta. Difatti, è stato notato come la preoccupazione degli amministratori di società per azioni di realizzare profitti nel breve periodo di propria competenza abbia determinato l'attuazione di politiche non sempre sostenibili nel lungo termine, derivando da ciò che non sempre il valore di mercato del titolo riflette le aspettative di crescita di un'impresa³⁵¹.

Nel contesto societario internazionale, tale orientamento è stato tradotto in una serie di misure che prevedono l'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo periodo, favorendo, così, la stabilità dell'azionariato.

D'altra parte, la previsione di misure di favore per alcuni azionisti in ragione della durata del possesso azionario può scontrarsi con il principio della parità di trattamento

³⁵¹ SACCO GINEVRI A., *L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in RDS 2/2012, p.232.

degli stessi, cosicché disparità di trattamento, in particolar modo tra azionisti appartenenti ad una medesima categoria, dovranno necessariamente passare per un rigido vaglio alla luce del suddetto principio³⁵².

In tale ottica, è indispensabile definire se taluni azionisti versino o meno in una stessa situazione, poiché essi possono avere molteplici caratteristiche comuni, ma non necessariamente tutte rilevanti secondo il diritto societario o la regola della parità di trattamento.

Entro tale limite, i legislatori di diversi Paesi si sono mossi nel senso di favorire un maggiore attivismo degli azionisti di minoranza nella partecipazione alla vita sociale, soprattutto al fine di garantire un maggior grado di vigilanza sull'attività degli amministratori e di determinare una maggiore pressione su quest'ultimi ad attuare una gestione che sia volta non solo alla realizzazione di profitti nel breve periodo, ma anche alla massimizzazione della crescita aziendale³⁵³. Questa è l'impostazione seguita, ad esempio, dal legislatore federale statunitense nel Dodd-Frank Act del 21 Luglio del 2010, il quale prevede alla Sec. 971, lett. a e b, il potere di attribuire alla Securities and Exchange Commission ("SEC") la possibilità di consentire agli azionisti di minoranza di società quotate l'inclusione di documenti sociali pre-assembleari di propri candidati alla carica di amministratore³⁵⁴. Inoltre, alla Sec. 951 del Dodd-Frank Act viene richiesto il voto consultivo degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli executives.

A livello europeo è possibile invece ricordare in tale contesto la Direttiva 2007/36/CE, c.d. *Shareholders' Rights Directive*, tramite la quale viene sancito anche in ambito comunitario l'obiettivo di stimolare un maggior attivismo dei soci di società quotate³⁵⁵.

³⁵² MUCCIARELLI M., *Equal Treatment of Shareholders and European Union Law (commento al caso Audiolux, ECFR, 2010, p. 163.*

³⁵³ Sul punto, BEBCHUK, *Letting Shareholders Set the Rules*, 119 Harv. L. Rev. 2006, 1784 ss.

³⁵⁴ Così, la Final Rule 14a-11 SEC ("Facilitating Shareholder Director Nominations"), al fine di incentivare un maggiore interesse e coinvolgimento degli azionisti di lungo periodo incentiva i soli azionisti fedeli a presentare candidature alla carica di amministratore, scoraggiando indirettamente i soci speculatori che presentando candidati diverrebbero responsabili della politica imprenditoriale nel lungo periodo. In tal senso, SEC, Final Rule 14a-11, "*Facilitating Shareholder Director Nominations*", 107-8.

³⁵⁵ Così, la Direttiva 2007/36/CE, c.d. *Shareholders' Rights Directive* al terzo Considerando stabilisce tra l'altro che: "*Effective shareholder control is a prerequisite to sound corporate governance and should, therefore, be facilitated and encouraged. It is therefore necessary to adopt measures to approximate the laws of the Member States to this end*".

Oltre ai rilievi di carattere sistematico, ciò che colpisce è rappresentato dalla tendenza a differenziare la posizione di azionisti appartenenti ad una medesima categoria in ragione della durata del possesso azionario³⁵⁶, il che viene attuato principalmente mediante gli strumenti del voto e del dividendo maggiorato.

In relazione a ciò, bisogna considerare che il principio della parità di trattamento trova soprattutto applicazione in questi istituti, ossia nella distribuzione dell'utile e nelle deviazioni dal principio un'azione, un voto, nonché in ambiti quali le operazioni di acquisto delle azioni proprie e le riduzioni del capitale sociale. E', dunque, indispensabile analizzare se in ottica internazionale possa essere accettato uno scostamento dalla rigida applicazione del principio in questione.

Dal punto di vista della distribuzione del dividendo, una parte della dottrina americana ha fatto notare che la distribuzione che non avvenga sulla base di un criterio pro rata possa essere giustificabile laddove venga attuata nell'interesse della società e a condizione che si possa accertare che da essa non derivi pregiudizio a danno di altri soci³⁵⁷.

Nonostante la validità di tale impostazione, è necessario riportare come parte della dottrina americana facente riferimento a due diverse branche, rispettivamente definibili quali Scuola di Harvard e di Chicago, ritenga che una più rigida applicazione del criterio pro rata possa rappresentare una scelta ottimale e rispettosa del principio della parità di trattamento di cui si deve assumere una presunzione relativa di esistenza negli Stati Uniti, così come in Europa³⁵⁸.

In particolare, secondo la Scuola di Harvard, il rispetto della parità di trattamento avverrebbe solo sulla base di una distribuzione degli utili secondo un criterio pro rata. Questo per la ragione che una suddivisione che non sia pro rata comporterebbe che il

³⁵⁶ Cfr. SACCO GINEVRI A., L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata, in RDS 2/2012, p. 225.

³⁵⁷ EASTERBOOK-FISCHEL, "Corporate Control Transactions", 91 Yale L.J., 1982, 703-4. D'altronde, se lo scopo della regola della parità di trattamento è evitare l'oppressione degli interessi della minoranza, allora la repressione di regole introducenti delle disparità tra azionisti anche appartenenti alla stessa categoria di azioni dovrà intervenire laddove le regole siano catalogabili come ingiustificate e ciò non può conseguire nel caso in cui le disuguaglianze sono accordate per raggiungere risultati economici che possano creare valore per gli azionisti senza pregiudizio per le minoranze. In tal senso DE LUCA N., Unequal Treatment and Shareholders' Welfare Growth: "Fairness" V. "Precise Equality", in Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 34, p. 919

³⁵⁸ DAVIES, *The Notion of Equality in European Take-Over Regulation*, 2002, consultabile su http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=305979.

costo della raccolta di capitale tra gli investitori risentirebbe negativamente dell'aumento del rischio derivante dalla prospettiva di percezione di profitti sproporzionati da parte degli investitori, il che avrebbe l'effetto di limitare significativamente l'offerta totale. Così, gli emittenti dovrebbero fare affidamento in maniera quasi esclusiva al proprio patrimonio netto dando luogo ad un'inefficiente allocazione delle risorse³⁵⁹.

Tuttavia, rispetto alla riferita impostazione, un mitigamento significativo è provenuto dalla c.d. Scuola di Chicago. Essa, pur stabilendo che una regola di distribuzione dell'utile che non sia pro rata non incrementa il valore della società ma piuttosto impone un costo agli azionisti obbligandoli a monitorare i flussi di capitale in uscita dalla società, ammette che comunque un trattamento differenziato di azionisti anche appartenenti alla medesima categoria possa essere ammesso se giustificabile nella prospettiva della crescita del benessere degli azionisti nel loro complesso³⁶⁰.

Passando poi all'analisi della dottrina giuseconomica che ammette che il superamento del principio un'azione, un voto tramite previsione di meccanismi di voto plurimo possa coordinarsi con il principio della parità di trattamento, quest'ultima si fonda sull'assunto che la distinzione nel potere di voto dei soci possa essere ammessa laddove il potenziamento del voto sia dettato da esigenze di equità e di correttezza³⁶¹. Se, infatti, in una prospettiva *shareholder value* può essere ritenuto che l'attribuzione di un maggior peso decisionale ai soci di lungo periodo possa comportare effetti positivi, in assenza di una discriminazione sostanziale si deve ammettere la maggiorazione del voto³⁶².

³⁵⁹ Cfr. DE LUCA N., Unequal Treatment and Shareholders' Welfare Growth: "Fairness" V. "Precise Equality", in Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 34, p.890. Per lo stesso autore, in aggiunta, possono essere individuati una serie di corollari rispetto tale approccio, come la circostanza che un trattamento differenziato deve essere ammesso solo se espressamente ammesso nell'atto costitutivo e non se deciso a discrezionalità della maggioranza o degli amministratori; una distribuzione in natura non sarebbe possibile a meno che lo stesso bene possa essere distribuito a tutti gli azionisti ovvero tutti gli azionisti consentano ad una distribuzione in parte in natura, in parte in denaro; l'acquisto da parte della società di proprie azioni dovrebbe essere proibito, salvo che si tratti di buybacks di azioni frazionarie o di società a stretto controllo senza un mercato azionario disponibile.

³⁶⁰ Ibid. Viene, nello specifico, enfatizzato il fatto che gli amministratori non vengono meno ai propri doveri fiduciari quando applicano disparità di trattamento di cui beneficiano alcuni senza che ciò rechi pregiudizio ad altri.

³⁶¹ Cfr. SACCO GINEVRI A., L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata, in RDS 2/2012 p. 226.

³⁶² A conforto di tale impostazione possono essere riportati una serie di casi: Nixon vs Blackwell, 626 A.2d 1366, 1376-78 (Del. 1993); Toner v. Baltimore Envelope Co., 498 A.2d 642 (Md. 1985); Delahousse v. Newhard, 785 S.W.2d 609, 609-14. D'altronde, secondo DE LUCA N., Unequal Treatment

Tali privilegi che caratterizzano classi di azioni sono sanciti direttamente nello statuto così da consentire agli investitori di contare su quelle caratteristiche nel momento in cui acconsentono di contribuire al capitale. Molti ordinamenti consentono però di modificare successivamente quelle caratteristiche delle azioni sulla base di procedure che richiedono lo stretto coinvolgimento degli stakeholders. La più comune regola in tal senso è rappresentata dal sistema di doppia maggioranza richiesto, ad esempio, da direttive europee³⁶³: l'assemblea dei soci approva per maggioranza modifiche allo statuto che per entrare in vigore sono sottoposte anche all'approvazione di soci appartenenti alle assemblee speciali delle categorie di shareholders cui potrebbe derivare pregiudizio dalla modifica allo statuto precedentemente approvata.

In tal caso, gli acquirenti di azioni che siano state già assegnate saranno già consapevoli del tipo di investimento che andranno a realizzare e delle relative aspettative. Infatti, anche se le caratteristiche di una certa classe di azioni possono cambiare nel tempo, un percorso procedurale è già prestabilito in modo che le modificazioni sulle caratteristiche non vengano a dipendere dalla sola discrezionalità e dagli interessi opportunistici della maggioranza. Questi set di regole consentono dunque di evitare i negativi effetti che la Scuola di Harvard ha ricondotto alla circostanza di non seguire la regola della parità di trattamento³⁶⁴. Ad oggi non bisogna, quindi, considerare in contrasto con il principio della parità di trattamento ogni regolamentazione della posizione sociale che sia

and Shareholders' Welfare Growth: "Fairness" V. "Precise Equality", in *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 34, p. 894, sia l'idea della suddivisione dei dividendi pro rata, sia quella connessa al principio "un'azione, un voto" sono strettamente collegate all'idea dell'uguaglianza tra le azioni che è strumento fondamentale per costruire il mercato secondario ma che nulla ha a che fare con il concetto di equità tra azionisti. Difatti, i mercati secondari possono funzionare solo se possono esservi scambiati dei beni standardizzati e fungibili. Tuttavia standardizzazione non significa necessariamente uniformità e tutti i mercati di capitali conoscono classi di azioni caratterizzate da differenziati diritti di dividendo o di voto

³⁶³ In tal senso, Second Council Directive, 79/91/CEE, emendata dalla Council Directive 2006/68/EC

³⁶⁴ DE LUCA N., *Unequal Treatment and Shareholders' Welfare Growth: "Fairness" V. "Precise Equality"*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 34, p. 894. Ancora in relazione alla compatibilità delle deroghe al principio "un'azione, un voto" e il principio della parità di trattamento, vi è da rilevare come nel diritto statunitense la SEC adottò nel luglio 1988 la Rule 19c-4 ("Governing Certain Listing or Authorization Determinations by National Securities Exchanges and Associations") che allo scopo di escludere un pregiudizio per i diritti di voto spettanti ai titolari di azioni già in circolazione al momento dell'ammissione a quotazione di nuove categorie di azioni, prevedeva l'impossibilità di attribuire diritti di voto plurimo connessi al periodo di tempo di detenzione qualificata delle stesse azioni. Nonostante ciò, vi è da notare come una disposizione del genere sia venuta meno pochi mesi dopo l'entrata in vigore perché abrogata per eccesso di delega dalla Corte d'Appello federale del District of Columbia. *BUSINESS ROUNDTABLE v. SEC*, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990).

dipendente dal periodo di detenzione del pacchetto azionario sebbene ancora molti ordinamenti o mercati regolamentati come l'NYSE non consentano ancora il potenziamento del voto per l'azionista fedele e deroghe al principio "*one share, one vote*" che si esplichino in forme diverse dall'ammissione di categorie speciali di azioni³⁶⁵.

Sempre in riferimento al principio della parità di trattamento tra gli azionisti, sotto una prospettiva economica un'assoluta uguaglianza tra gli azionisti richiederebbe di considerare tutti gli azionisti uguali indipendentemente dalla differente quantità o qualità delle azioni in possesso di ciascuno. Tuttavia, tale approccio si scontrerebbe inevitabilmente con uno dei fondamentali principi dell'economia occidentale, per cui le società rappresentano la principale forma di struttura imprenditoriale. Le società non sono solo governate da un principio maggioritario, ma anche da un principio maggioritario connesso alla quota di interesse che ciascun socio ha nell'attività sociale³⁶⁶.

In particolare, la spiegazione di un approccio fuorviante è data da Booth³⁶⁷ che riferisce come la parità di trattamento tra gli azionisti sia un valore morale che corrisponde al principio dell'uguaglianza di fronte alla legge quale fondamento di ogni sistema politico. Il punto apicale di confusione è però raggiunto assumendo che il principio sia così semplice da sembrarne intuitiva l'applicazione al diritto societario in assenza di uno migliore. Il modello appena riferito è tipicamente applicato alle società cooperative o ad alcune organizzazioni non-profit dove il principio di maggioranza è connesso alle persone e non alle percentuali di partecipazione al capitale e i voti sono conteggiati per testa. D'altra parte, il principio di maggioranza connesso alle quote di partecipazione è comunque in sé espressione di disuguaglianza poiché gli azionisti che sono al di fuori del gruppo di maggioranza spesso non possono gestire la società direttamente o indirettamente tramite la nomina di soggetti che hanno tale compito, contando semplicemente di meno.

³⁶⁵ Cit. SACCO GINEVRI A., L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata, in RDS 2/2012, p 242.

³⁶⁶ Ibid, 895,

³⁶⁷ Cit. RICHARD A. BOOTH, *The Business Purpose Doctrine and the Limits of Equal Treatment in Corporation Law*, 38 SW.. L.J. 853, 1984.

In sostanza la legge non potrebbe prevedere l'applicazione del principio della parità di trattamento ignorando il numero di azioni che ciascun azionista possiede prendendo parte proporzionalmente alla propria partecipazione al rischio derivante dallo svolgimento dell'attività sociale³⁶⁸.

E' poi la stessa analisi economica a dimostrare che gli azionisti che si trovino in una stessa posizione non debbano essere sempre trattati in modo eguale. Infatti, una rigida applicazione del principio della parità di trattamento di azionisti che versino in una medesima situazione volta ad evitare l'oppressione degli interessi della minoranza può sicuramente risultare economicamente non efficiente³⁶⁹.

³⁶⁸ Cfr. DE LUCA N., Unequal Treatment and Shareholders' Welfare Growth: "Fairness" V. "Precise Equality", in Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 34, 895.

Come rilevato da, MUCCIARELLI F. M., *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, Rivista delle società 2004, p.189, potrebbe essere però in tale contesto utile capire, soprattutto da un punto di vista economico, se una regola che richiede una parità di trattamento per coloro che si ritrovano in una stessa situazione possa avere senso. In relazione a ciò, è necessario analizzare l'art. 42 della seconda Direttiva comunitaria 77/91/EEC del 13 dicembre 1976 il quale recita: "*Per l'applicazione di questa direttiva, gli ordinamenti giuridici dei Paesi membri devono assicurare la parità di trattamento dei soci che si trovino in situazioni identiche*". Rispetto a tale enunciato, peraltro non immediatamente intellegibile, vengono in rilievo i concetti di "*parità di trattamento*" e di "*situazioni identiche*" che introducono più che una nuova norma dei concetti sostanzialmente vaghi ad espressione di una regola già implicita nell'ordinamento societario dei Paesi membri, indipendentemente dal fatto che in un Paese sia stata prevista una norma che ne abbia riprodotto il contenuto. Ad esempio, nell'ordinamento tedesco l'art. 42 della seconda Direttiva è stato tradotto nel §53a AktG che recita testualmente: "*Aktionäre sind unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln*", ossia sancisce che gli azionisti che versano nelle stesse condizioni devono essere trattati allo stesso modo. Vi è da rilevare che la dottrina e la giurisprudenza in Germania non riconoscono all'enunciato alcuna portata innovativa, attribuendo ad esso un'interpretazione restrittiva conforme alle regole già seguite per consuetudine prima dell'introduzione di esso. Ne deriva che, nonostante la previsione del §53a AktG, esisterebbe solo un principio di parità formale o un divieto di arbitrio e che le restanti situazioni possano essere colpite con il solo divieto di abuso.

³⁶⁹ DE LUCA N., Unequal Treatment and Shareholders' Welfare Growth: "Fairness" V. "Precise Equality", in Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 34, p.895. In tal senso possono essere forniti due esempi che dimostrano come soluzioni che derogano al principio della parità di trattamento (nella cui logica possono rientrare gli istituti del voto e del dividendo maggiorato) possano essere ottimali per la società e gli interessi dei soci. Come primo esempio, assumiamo il caso di una società Alfa che per il proprio ufficio abbia bisogno di comprare una macchina fotocopiatrice e che Tizio possieda una partecipazione al capitale della società Alfa corrispondente al 60% svolgendone il ruolo di amministratore unico. Supponiamo poi che gli azionisti di minoranza Caio e Sempronio possiedano rispettivamente una partecipazione al capitale del 30% e del 10% e che entrambi siano addetti professionalmente alla vendita di macchine fotocopiatrici facenti riferimento a differenti brands seppur simili nell'offerta a livello di rapporto qualità-prezzo. In tal caso, se la regola della parità di trattamento dovesse essere rigidamente applicata, l'amministratore dovrebbe scegliere di comprare due fotocopiatrici (una per ogni azionista), mezza macchina da ogni azionista di minoranza o nessuna macchina, anche se tali soluzioni non sono economicamente ottimali né dal punto di vista dell'interesse della società, né dal punto di vista dell'interesse degli azionisti di minoranza.

In definitiva, l'applicazione di istituti come lo stesso voto e dividendo maggiorato che consentano in determinate circostanze di trattare in modo differente soci che non si trovino nella medesima situazione sostanziale può porre rimedio alle inefficienze che altrimenti, come dimostrato anche sul piano economico, possono emergere.

In via generale la tendenza emersa sia a livello europeo che statunitense è dunque rappresentata dalla sottoposizione di istituti che attribuiscono privilegi di varia natura ai soci di lungo periodo ad una stretta valutazione di opportunità sia rispetto all'interesse della società che dei soci che ne prendono parte.

Tale scrutinio di compatibilità con il principio della parità di trattamento dovrà essere condotto soprattutto nei casi in cui la legge lascia ampio spazio all'autonomia privata nell'articolazione del privilegio attribuito al socio fedele³⁷⁰.

In definitiva, dall'analisi comparatistica dell'evoluzione dei sistemi normativi statunitensi ed europei può essere assunto che in tutti i casi in cui nello statuto di società

Si potrebbe avanzare l'idea che venga svolta una lotteria dalla quale emerga il nome dell'aggiudicatario della commissione, potendo questa soluzione porre un argine ex ante al problema della parità di trattamento. Tuttavia lo svolgimento di una lotteria dovrebbe essere una soluzione espressamente convenuta da tutte le parti non rappresentando una regola di default per uscire da una situazione di stallo. In questa situazione, l'unica soluzione che apparirebbe totalmente rispettosa del principio della parità di trattamento sarebbe quella consistente nell'acquisto della fotocopiatrice da parte di un terzo venditore che sia esterno alla società, anche nel caso in cui gli azionisti di minoranza offrano di vendere una macchina simile ad un prezzo inferiore a quello applicato dal terzo.

E' evidente come una soluzione di questo tipo non sia economicamente efficiente nonostante appaia rispettosa del principio della parità di trattamento e che nel caso di specie una scelta discrezionale da parte dell'amministratore eliminerebbe ogni problema. Questo esempio può essere esteso a tutte le ipotesi in cui una società debba avviare un rapporto commerciale con uno dei suoi azionisti, per cui problematiche simili possono derivare dalla vendita alla società di una struttura che sia nella titolarità di un azionista della stessa oppure da qualunque rapporto di fornitura di servizi che la società intende commissionare ad uno dei suoi azionisti

³⁷⁰ Cox, *"Equal Treatment of Shareholders: An Essay, 19 Cardozo Law review"*, 1998, p.616. Un esempio di tale circostanza può essere fornito considerando l'istituto del dividendo maggiorato nell'ordinamento italiano, così come disciplinato dall'art. 127-quater TUF. Tale disposizione consente infatti agli azionisti di subordinare il riconoscimento del privilegio in sede di distribuzione degli utili al rispetto di "condizioni ulteriori" e riprendendo una soluzione per larga parte corrispondente a quella adottata nell'ordinamento francese all'art. L232-14, Code de Commerce. Nello specifico, al fine di assicurare che la previsione di condizioni ulteriori non sia in contrasto con il principio della parità di trattamento sancito per la disciplina delle società quotate nell'art. 92 del d.lgs. 1998, n. 58, la dottrina, Cfr. RESCIO G., Sub art. 127-quater TUF, p.290, ha per lo più adottato l'orientamento secondo cui la clausola introduttrice le condizioni ulteriori deve rispettare una serie di requisiti: le condizioni ulteriori devono avere carattere oggettivo e transitorio, devono essere suscettibili di astratta integrazione da parte di tutti i soci nel momento in cui si realizzi la possibilità di ottenere il privilegio, devono essere oggettivamente accertabili da parte degli amministratori, nonché essere in ogni caso corrispondenti alla finalità della realizzazione di un interesse sociale meritevole di tutela.

per azioni si intenda introdurre un meccanismo volto a favorire l'azionariato di lungo periodo per scoraggiare l'investimento animato esclusivamente da interessi speculativi, esso non dovrà comportare una disparità di trattamento non giustificata alla luce dell'interesse sociale o di un beneficio collettivo che può derivarne e che sia di misura superiore all'eventuale compressione degli interessi di una parte degli azionisti. Inoltre, lo strumento normativo stabilito ad incentivazione del long-termism dovrà essere modellato in modo da far sì che le misure introdotte siano proporzionate ed idonee alla realizzazione degli obiettivi perseguiti³⁷¹.

3.1.2 Il principio "one share, one vote" a livello europeo e negli Stati Uniti

Il principio "un'azione, un voto" è valido in sostanzialmente tutti i Paesi europei e negli Stati Uniti come regola dispositiva o suppletiva, nel senso che il legislatore non impone l'osservanza di tale principio in maniera assoluta, in quanto non rappresenta un principio di rango superiore. Dunque, è spesso rimesso all'autonomia privata o contrattuale la scelta circa l'articolazione dei diritti di voto esercitabili in assemblea, seppur nel rispetto dei limiti fissati dal legislatore.

Esso può essere correttamente espresso nel senso che: il titolo che legittima la partecipazione all'assemblea dei soci, qualunque ne sia l'ordine del giorno, è il possesso qualificato di almeno un'azione, vale a dire che il partecipante debba avere rispetto anche ad una sola azione una posizione giuridica risultante alla società secondo certe procedure o regole formali che lo abiliti all'intervento o al voto; chi interviene e vota in assemblea dispone di tanti voti quante sono le azioni e titoli per i quali è legittimato a votare³⁷².

La natura suppletiva del principio risale agli albori del diritto delle società per azioni. Ad esempio, in Francia già negli editti emanati da Luigi XIV nel 1664 per la costituzione delle Compagnie delle Indie orientali e delle Indie occidentali, quali prime forme di società anonime, venivano previste delle regole che riservavano diritti sociali

³⁷¹ Cfr. SACCO GINEVRI A., *L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in RDS 2/2012, p. 247.

³⁷² Cit. SPOLIDORO M. S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, XXVIII Convegno di studio su Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati, Fondazione centro Internazionale su diritto, società, economia, p.4.

ai soli azionisti di maggioranza derogando, così, alla regola dell'attribuzione di diritti proporzionali alle azioni possedute³⁷³. Ancora, nel XVIII e XIX secolo si diffuse in Europa una chiara tendenza verso l'attribuzione all'autonomia contrattuale della facoltà di disciplinare in maniera libera l'attribuzione dei diritti di voto. A dimostrazione di ciò, può essere addotto che il Codice Napoleonico del 1808, entrato in vigore anche in Italia il primo settembre dello stesso anno, non disciplinava la tematica dei diritti di voto degli azionisti lasciando ampia autonomia alle parti del contratto sociale su tale punto.

Anche nel periodo successivo intercorrente tra la Restaurazione del 1814 e l'adozione del Codice di Commercio italiano del 1865 fu mantenuta la medesima soluzione. Inoltre, il Codice di Commercio italiano del 1882, adottando una scelta analoga a quella del legislatore svedese, danese, finlandese, norvegese e islandese, non introduceva un divieto di emissione di azioni a voto plurimo, anche se stabiliva come norma imperativa quella del voto a scaglioni che riduceva il peso in sede di assemblea dei soci che disponessero di una partecipazione significativa al capitale sociale in modo da limitarne lo strapotere derivante da un'eventuale previsione di potenziamento del voto.³⁷⁴

Per quanto riguarda, poi, il recente dibattito sull'opportunità dell'accoglimento o del superamento del principio in questione, esso può essere suddiviso, almeno per quanto riguarda l'ambito europeo, in tre diversi momenti.

Una prima impostazione in senso favorevole è emersa nel 2002 a seguito della pubblicazione di due distinti reports della Commissione Europea, rispettivamente denominati *High Level Expert Group on Company Law* e *Action Plan*. In essi viene auspicato che la regola della stretta corrispondenza tra diritti di voto e numero di azioni possedute sia assunta a rango di norma comunitaria imperativa.

Invece nel 2007, nell'ambito del Report on the Proportionality Principle in the European Union commissionato dalla stessa Commissione Europea, sulla base di un'analisi comparata dei costi ed opportunità connessi all'implementazione dei Control Enhancing Mechanisms (CEMs) a deviazione dal principio di un'azione un voto, la conclusione che viene raggiunta è nel senso contrario rispetto a quella emersa nei reports sopra menzionati.

³⁷³ Conférences des ordonnances de Louis XIV, Paris, 1719, p. 483.

³⁷⁴ SCIALOJA A., *Il voto plurimo nelle società per azioni*, in Foro.it, 1925, I, 758 ss.

Un ultimo momento è quello riferibile all'adozione nel 2013 sempre da parte della Commissione Europea del *Libro Verde sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea*³⁷⁵, in cui, sulla spinta delle crisi finanziarie emerse nell'ultimo decennio, gli attori economici vengono spronati all'adozione di una prospettiva di lungo termine nell'assunzione delle proprie scelte di investimento in modo da evitare scelte gestionali destinate ad essere profittevoli nell'immediato ma considerabili non accorte in una prospettiva temporale di medio-lungo termine³⁷⁶.

E' possibile, così, osservare che l'orientamento sul tema della stretta corrispondenza tra il numero di azioni e il numero di voti esprimibili da parte di ciascun azionista sia mutato nel giro di poco più di un decennio, soprattutto per la necessità di rispondere alle crisi finanziarie manifestatesi a partire dal 2007 su scala globale e determinatesi solo per l'attuazione di politiche economiche remunerative di breve periodo.

Il dibattito si è mosso in particolar modo sulla ponderazione di argomenti di analisi economica del diritto, alcuni deponenti in senso favorevole all'applicazione del principio un'azione un voto, altri in senso sfavorevole.

Per quanto riguarda i primi, viene in rilievo la circostanza che nell'ottica dell'applicazione del principio della corrispondenza tra rischio e potere, per cui chi più rischia nell'attività di una società ha maggior potere nella gestione di essa, la regola per cui ad ogni azione spetta un voto incentiva coloro che hanno il controllo della società ad adottare un modello di gestione che sia profittevole per l'impresa in quanto profittevole per sé stessi, così indirettamente utile anche per i soci di minoranza³⁷⁷. In tal senso, è stato riportato da recenti studi condotti negli Stati Uniti che nelle società che adottano la regola un'azione, un voto si registra una minore volatilità sui prezzi delle azioni³⁷⁸.

³⁷⁵ Commissione Europea, *Libro Verde*, 25 marzo 2013, reperibile su <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013DC0150&from=IT>

³⁷⁶ TOMBARI U., *sub art. 2351*, in Commentario Le società per azioni, diretto da P. Abbadessa, G. Portale, Giuffé, 2016, p.570. Secondo lo stesso autore, nel Quaderno Giuridico della Consob 2014, viene enfatizzata ancor di più rispetto al Report on the Proportionality Principle la necessità di liberalizzare meccanismi che, seppur si pongano in deroga rispetto alla stretta applicazione del principio un'azione, un voto, sono volti a favorire la fedeltà dell'azionariato e il maggior coinvolgimento dei soci di minoranza in funzione di monitoraggio dell'attività sociale per l'accoglimento del favor verso il long termism.

³⁷⁷ Così, EASTERBOOK-FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1996, p.63 ss.; ma anche JENSEN, MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Capital Structure*, in *Journal of financial economics*, 1976, p.305.

³⁷⁸ VENTORUZZO M., *The disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat*, ECGI-Law Working Paper No. 288/2015. P. 11.

Un ulteriore argomento a sostegno della regola in esame è quello per cui l'adozione di una struttura societaria in deroga comporterebbe l'aumento dei costi di delega nella gestione del voto poiché una delega irrevocabile potrebbe rappresentare uno strumento per eludere l'applicazione del principio di proporzionalità e per conseguire risultati analoghi a quelli raggiunti dal voto cumulativo o multiplo³⁷⁹.

Vi è poi da rilevare come il principio un'azione, un voto consenta di ridurre al minimo la possibilità che l'attività societaria sia indirizzata dagli azionisti di maggioranza prevalentemente alla realizzazione di benefici privati nell'interesse proprio e non della società. Tanto più è alta la divaricazione tra rischio espresso dal numero delle azioni possedute e potere esprimibile in termini di diritti di voto, tanto più alta sarà la possibilità che il socio di controllo opti per l'estrazione dalla società di benefici privati, più che alla tutela del valore della propria partecipazione³⁸⁰.

Inoltre, la struttura del voto ha inevitabili ripercussioni sul comportamento che i manager devono adottare nell'amministrazione della società. Da una parte infatti la deviazione dalla regola della proporzionalità può consentire ai soci di minoranza, disponendo essi di un potere di voto superiore rispetto al numero delle azioni in possesso, di aumentare il proprio potere di monitoraggio sul management e di partecipare attivamente alla gestione della società. D'altro canto, il modello un'azione, un voto consente di far instaurare una relazione inversa tra la disciplina imposta dal rischio di scalata e il monitoraggio dell'azionista di controllo, per cui all'aumentare del numero delle azioni possedute dall'azionista aumentano anche i suoi diritti di partecipazione agli utili e in termini positivi ciò comporta un maggiore coinvolgimento dell'azionista di controllo nella realizzazione dell'interesse di tutta la società e di riflesso degli azionisti di minoranza ma determinandosi in termini negativi una riduzione del grado di contendibilità del controllo.

³⁷⁹ Cfr. ANGELILLIS-VITALI, *sub art. 2351*, p. 395.

³⁸⁰ GROSSMAN-HART, *One Share, One Vote and the Market of Corporate Control*, in *Journal of financial economica*, 1998, 203. Come rilevato da ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCIANO N., *La deviazione dal principio un'azione un voto e le azioni a voto multiplo*, 5 gennaio 2014, Quaderni giuridici Consob, p. 14, tutto ciò determinerebbe necessariamente "un aumento dei costi di agenzia tra gli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza per la ragione che chi controlla una società con un investimento finanziario inferiore a quello che sarebbe necessario in caso di osservanza del principio one share, one vote, avrebbe maggiore convenienza a compiere delle operazioni profittevoli per sé stesso più che per la società, come nel caso di operazioni di trasferimento di risorse dalla società in entità in cui questi abbia investito una quota di capitale superiore a prezzi non di mercato".

Vi è comunque da rilevare come in questo contesto, limitandosi l'interesse dell'azionista di controllo all'estrazione di benefici privati dalla società, si vengono a ridurre i problemi di agenzia endosocietari e anche il management è indirizzato ad una gestione più corrispondente all'interesse comune³⁸¹.

Passando poi all'analisi degli aspetti che depongono a favore di una deviazione dalla regola un'azione, un voto, può essere addotta innanzitutto una ragione macroeconomica. Infatti, in sede di initial public offering (IPO), ossia di accesso al mercato dei capitali, l'applicazione della regola di piena corrispondenza tra numero di azioni e diritti di voto esercitabili rappresenta un disincentivo all'ingresso nel mercato da parte di quei imprenditori per cui il beneficio derivante dalla raccolta di capitale esterno risulta inferiore al costo di diluizione in termini di potere³⁸². Ciò può avere ricadute rilevanti sul sistema economico nel suo complesso, in quanto può rappresentare un fattore di limitazione della decrescita delle imprese che decidano di non quotarsi a differenza di sistemi economico-giuridici che favoriscano deviazioni dalla regola del voto proporzionale al rischio³⁸³.

Ancora, la formazione della figura del monitoring shareholder all'interno della compagine sociale può avere il positivo effetto di limitare il fenomeno del c.d. free riding. Con tale termine si indica la circostanza che, di fronte a un tentativo di scalata nell'ambito delle società a proprietà dispersa, gli azionisti, ritenendosi ininfluenti data la limitata partecipazione al capitale sociale di ciascuno, non riescono a coordinarsi nell'individuazione di una strategia comune. Tali costi di coordinamento possono

³⁸¹ Ibid,

³⁸² ZINGALES L., *Insider Ownership and the decision to go public*, in *Review of Economic Studies*, 1995, 425.

³⁸³ Sempre a favore di un sistema di voto non proporzionale all'investimento si colloca il valido argomento dell'incentivazione del monitoraggio sul management soprattutto da parte dei soci di minoranza. Il voto non proporzionale può essere infatti utilizzato allo scopo di rafforzare il peso dei soci di minoranza all'interno della società e, in particolar modo con riferimento agli investitori istituzionali, ciò consente di recuperare rispetto ad essi una funzione di monitoraggio attivo sulle scelte del management, nonché di porre un argine al fenomeno dell'investimento speculativo. Quest'ultimo rappresenta un forte limite all'attuazione di politiche di gestione societaria di ampio respiro e non solo volte alla realizzazione di un profitto momentaneo.

comportare l'insuccesso di offerte che se accolte potrebbero determinare l'innalzamento del valore dell'impresa target³⁸⁴.

Peraltro, nell'ambito del contesto societario italiano, caratterizzato dalla presenza di una struttura proprietaria concentrata e basata sulla presenza di gruppi familiari di controllo, i soci di controllo sono difficilmente assoggettabili all'attività di monitoring della minoranza. Questo dunque rappresenta il vero problema connesso al contesto italiano e non la presenza di manager infedeli che sono difficilmente assoggettabili al monitoraggio dei minority shareholders, cosicché si potrebbe obiettare che la deviazione dal sistema proporzionale di voto non venga a conseguire nessun risultato in particolare su questo campo³⁸⁵.

Ancora, la teoria economica maggiormente considerata nello studio delle opportunità di deviazione dal principio un'azione, un voto, è la tesi di Grossman e Hart³⁸⁶. Essa è stata definita prendendo come spunto di riflessione la riforma alle regole di ammissione alla borsa di New York avvenuta negli anni venti del secolo scorso e che introduceva la regola un'azione, un voto. In relazione a ciò, i due economisti elaborarono la teoria per cui il sistema di voto proporzionale non risulta la scelta ottimale in tutte le situazioni.

Nello specifico viene esaminata una società in fase di OPA al fine di stabilire quale struttura di voto dovrà essere adottata per far acquisire alla società il valore più alto. Viene poi ipotizzato che la società assuma una struttura proprietaria diffusa a seguito dell'offerta con la presenza di due managements di cui uno in carica e l'altro rivale interessati ad effettuare la scalata alla società. Grossman e Hart assumono che la struttura di voto ottimale dipende dalla distribuzione dei benefici privati tra i team in

³⁸⁴ ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *La deviazione dal principio un'azione un voto e le azioni a voto multiplo*, 5 gennaio 2014, Quaderni giuridici Consob, p. 51. Tale ultimo argomento a sostegno della deviazione dal principio un'azione, un voto appare tuttavia sottoponibile ad una serie di critiche. In primis, la previsione di un azionista di minoranza che disponga del potere di controllo sul management societario limitando la formazione del manager infedele interessato prevalentemente all'estrazione di benefici privati crea un circolo vizioso in cui viene scelto il "minor male". L'attribuzione di un potere di voto più che proporzionale all'azionista di minoranza crea un soggetto capace di essere esso stesso infedele e capace di mantenere il proprio status quo per effetto del depotenziamento degli azionisti proporzionali. Così, cfr. TOMBARI U., *sub art. 2351*, p.574

³⁸⁵ Ibid, e ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *La deviazione dal principio un'azione un voto e le azioni a voto multiplo*, 5 gennaio 2014, Quaderni giuridici Consob, p. 52.

³⁸⁶ Cfr. GROSSMAN-HART, *One Share, One Vote and the Market of Corporate Control*, in *Journal of financial economics*, 1998, p. 175.

competizione³⁸⁷: se uno solo di essi ottiene benefici privati dalla società bersaglio, la struttura basata sul voto proporzionale al numero di azioni possedute rappresenta la scelta ottimale, mentre se entrambi gli azionisti ottengono dei benefici privati ci si può aspettare che le deviazioni dal principio un'azione, un voto siano frequenti. I due economisti concludono poi che il principio un'azione un voto non dovrebbe essere imposto nella fase di OPA, mentre nel caso di deviazioni che hanno luogo in un momento successivo essi giungono a conclusioni diverse a seconda che tali deviazioni vengano attuate dai manager per rafforzare la propria posizione e che i costi relativi siano sopportati dagli azionisti. In ogni caso, se i manager detengono già il controllo della società, il cambiamento della struttura di voto dovrebbe essere consentito³⁸⁸.

La validità delle argomentazioni a sostegno della deviazione dal principio un'azione un voto ha portato comunque all'elaborazione ed attuazione di una serie di meccanismi che consentano di deviare dalla regola della proporzionalità tra rischio e potere nelle società per azioni che vanno sotto il nome di Control Enhancing Mechanisms.

3.1.3 I Control Enhancing Mechanisms

Anche se i sistemi legali dei Paesi europei e degli Stati Uniti sono piuttosto diversi, è possibile assumere che i *Control Enhancing Mechanisms* ("CEMs") rappresentino il punto di congiunzione tra due principi validi internazionalmente: da un lato il principio un'azione, un voto, che tende alla soppressione dei CEMs e, dall'altro, il fondamentale principio della libertà contrattuale, anche definibile come *Inherent right to self Organization principle* (IRSO), basato sulla premessa per cui, nel rispetto di misure precauzionali appositamente definite dal legislatore, alle società deve essere lasciata la possibilità di organizzarsi nel modo che ritengono più opportuno³⁸⁹.

Nello specifico, nella definizione di CEMs si ricomprendono sia meccanismi che consentono di derogare alla regola un'azione, un voto rafforzando i poteri della

³⁸⁷ Cit. FERRARINI G., *Un'azione, un voto: un principio europeo?*, Rivista delle società, 1, 2004, p. 51.

³⁸⁸ Ibid,

³⁸⁹ STERLING-ECGI, ISS-SHEARMAN. *"Report on the proportionality principle in the European Union."* (2007). P. 5.

minoranza, sia quelli che realizzano lo stesso risultato andando a consolidare la posizione dei soci di controllo.

In base ad una prima analisi empirica, i CEMs possono essere distinti in tre classi: i "*mechanisms allowing blockholder to enhance control by leveraging voting power*", i "*mechanisms used to lock in control*", e gli "*other mechanisms*". Le prime due categorie si differenziano rispettivamente per il fatto di rafforzare il potere di controllo e di bloccare la costituzione o il trasferimento di una posizione di controllo. Alla prima categoria possono essere ricondotte le azioni a voto plurimo e le azioni di fedeltà a voto doppio o plurimo, le azioni privilegiate senza diritto di voto, le azioni non privilegiate senza diritto di voto e le strutture piramidali. Alla seconda categoria appartengono le azioni che conferiscono ad azionisti privati poteri speciali di veto o di proposta o di decisione (*priority shares*), i certificati di deposito, i tetti di voto, i limiti di partecipazione, le disposizioni che prevedono maggioranze qualificate. Per quanto attiene alla classe residuale, vi appartengono invece le accomandite per azioni, le *golden shares* volte a riservare alle autorità pubbliche diritti speciali, le partecipazioni reciproche e i patti parasociali³⁹⁰.

In tale contesto, la scelta del legislatore italiano di estendere anche alle società quotate la facoltà di prevedere un meccanismo di maggiorazione del voto ad incentivazione della stabilità dell'azionariato ex art. 127-*quinquies*, rappresenta il punto di approdo del dibattito sull'opportunità o meno di accogliere il principio un'azione, un voto, in quanto determina chiaramente una soluzione favorevole all'estensione dei meccanismi di rafforzamento del controllo³⁹¹.

³⁹⁰ Cfr. SPOLIDORO M. S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, XXVIII Convegno di studio su Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati, Fondazione centro Internazionale su diritto, società, economia, p. 5.

³⁹¹ Peraltro, anche dall'analisi empirica condotta dalla COMMISSIONE EUROPEA nel *Report on the Proportionality Principle in the European Union* (lo studio prende in considerazione gli ordinamenti di 16 Stati membri, ossia Belgio, Danimarca, Estonia, Francia, Finlandia, Germania, Grecia, Ungheria, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Olanda, Polonia, Spagna, Svezia e l'ormai ex Stato membro del Regno Unito e altre tre giurisdizioni extraeuropee Austria, Giappone e Stati Uniti) emerge come nessuna delle numerose giurisdizioni considerate applica un principio proporzionalistico puro, ammettendo ognuna degli istituti che consentono deviazioni più o meno marcate dal suddetto principio. Rispetto ai CEMs esposti tutti i sistemi normativi ne annoverano almeno 5, fino ad arrivare al caso limite dell'Irlanda che consente l'utilizzo di tutte le forme di CEMs eccezion fatta per le *golden shares* o del Regno Unito che attribuisce ampio spazio alla libertà contrattuale delle parti nella definizione e disciplina dei meccanismi di rafforzamento del controllo. Vi è da rilevare che nonostante taluni Stati come quelli appena menzionati adottino un orientamento flessibile circa la possibilità di previsione di CEMs, spesso è la stessa pratica di

Il particolare favor normativo emerso nei confronti dei CEMs dipende da una serie di ragioni. In primis, il rafforzamento della posizione del socio di controllo può garantire un migliore coinvolgimento dello stesso nella gestione della società nell'ottica della creazione di maggior valore a favore di tutti gli azionisti in una prospettiva di medio-lungo termine. D'altro canto, queste considerazioni non possono essere valide nelle ipotesi in cui il socio di controllo sia anche manager della società o disponga di manager in posizione subordinata rispetto ad esso. Inoltre, secondo l'orientamento europeo più recente in tema di mercati finanziari³⁹², è emersa la necessità di incanalare gli investimenti in società per azioni nella prospettiva della realizzazione di obiettivi di lungo termine e non più della sola realizzazione di profitti momentanei. E' la stessa Commissione Europea che ha evidenziato che la crisi finanziaria dell'ultimo decennio ha creato un clima di incertezza e di avversione al rischio cui si deve far fronte tramite una regolamentazione e vigilanza del settore finanziario volte a favorire investimenti di lungo termine per la formazione di capitale tangibile e intangibile di lunga durata ed eroso dalla crisi³⁹³.

mercato ad ostacolarne l'utilizzo. Ad esempio, per riprendere il caso del Regno Unito, lo studio condotto dalla Commissione Europea nel 2007 evidenziava che nessuna delle società di nuova quotazione sul listino inglese aveva previsto CEMs e che solo una tra le 20 più grandi società in Inghilterra aveva previsto l'emissione di azioni dotate di diritto di voto multiplo, che nessuna società aveva previsto l'emissione di azioni non privilegiate senza diritti di voto, strutture piramidali o partecipazioni incrociate. In tal senso, VITALI M.L. 2007, *Le deviazioni dal principio di proporzionalità nell'esercizio del diritto di voto: un recente studio della Commissione Europea*, Rivista delle società, p. 904, fasc. 4.

³⁹² COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Verde*, Il finanziamento a lungo termine dell'economia europea.

³⁹³ Lo stesso libro verde al paragrafo 3.2 riporta nello specifico che: "*le imprese e i progetti di investimento necessitano di più azioni, anziché di più debito. Le azioni possono costituire uno strumento di finanziamento migliore per investimenti a lungo termine e ad alto rischio, nonché per investimenti che presentino asimmetrie informative e un azzardo morale notevoli. È possibile che, dall'insorgere della crisi, le incertezze macroeconomiche e il contesto di bassi tassi di interesse abbiano inciso sulla domanda e sulla predisposizione al rischio delle imprese per quanto riguarda le partecipazioni azionarie a lungo termine. Gli investitori hanno invece cercato rifugio in strumenti di debito pubblico con un elevato rating del credito. Parallelamente, le opportunità di mercato per il lancio di offerte pubbliche iniziali sono andate scemando più che mai, limitando l'accesso delle imprese al capitale e facendo sì che le borse europee divenissero sempre più fornitori di liquidità anziché di nuovi capitali. Nel complesso il costo degli investimenti azionari è rimasto elevato mentre quello del finanziamento tramite debito è sceso, a dimostrare la carenza di capitale in Europa, un problema questo la cui soluzione richiederà probabilmente molto tempo. Tali sviluppi sembrano aver avuto un maggiore impatto sulle imprese a media capitalizzazione. Le politiche delle amministrazioni pubbliche e la regolamentazione devono essere quanto più possibile neutre per quanto riguarda le scelte degli agenti privati tra finanziamento mediante capitale o debito*".

In tale contesto, si è determinata la necessità di introdurre una nuova generazione di CEMs per il riconoscimento di un potenziamento del voto a favore degli azionisti che conservino l'investimento in azioni per un arco di tempo medio-lungo, altrimenti dette *loyalty shares*. Esse presentano una regolazione peculiare a seconda dell'ordinamento che le disciplina, per questo è necessario adattare le considerazioni circa la portata e gli effetti delle *loyalty shares* a seconda del contesto normativo ed economico in cui si inseriscono.

Un ulteriore aspetto da considerare in relazione ai CEMs è rappresentato dall'impatto che essi hanno sugli investitori istituzionali. Dallo studio della Commissione Europea sui CEMs³⁹⁴ basato su un sondaggio condotto su un campione di quattrocento investitori istituzionali è emerso come essi in genere non guardino con favore a meccanismi di incentivazione del controllo come azioni a voto multiplo, *golden shares*, azioni dotate di particolari diritti, strutture piramidali, soglie al possesso azionario e all'emissione di azioni senza diritti di voto. Questo per la ragione che gli investitori istituzionali possono essere meno propensi al rischio di investimento rispetto a contesti societari in cui la struttura di voto consente ad alcuni azionisti di ottenere il controllo della società disponendo di un esiguo numero di azioni o per la presenza di categorie di azioni che modulano in maniera varia il diritto di voto data la maggiore incertezza riconducibile a quell'investimento³⁹⁵.

Inoltre, in relazione alle società quotate bisogna riscontrare il fatto che eventuali limitazioni al diritto di voto delle azioni fanno sì che esse non potrebbero attribuire ai loro possessori il diritto di partecipare alla distribuzione del premio di maggioranza dato che non possono essere oggetto di offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie³⁹⁶. Dalla ricerca invece emerge come gli investitori ritengano che siano meccanismi neutrali rispetto alla realizzazione dei propri interessi quelli che comportano la previsione di quorum rafforzati e la stipula di patti parasociali.

In ultimo, in riferimento alle società quotate italiane è stato riscontrato che i CEMs più utilizzati sono rappresentati dai gruppi piramidali e i patti parasociali, nonché limiti di

³⁹⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Report on the proportionality principle*, p. 82 ss.

³⁹⁵ Vitali, M.L. 2007, *Le deviazioni dal principio di proporzionalità nell'esercizio del diritto di voto: un recente studio della Commissione Europea*, *Rivista delle società*, fasc. 4, p.908.

³⁹⁶ *Ibid*,

partecipazione diffusi soprattutto in società privatizzate come Enel S.p.A., Eni S.p.A., Finmeccanica S.p.A.³⁹⁷.

3.1.4 La disciplina delle *loyalty shares* nell'ordinamento francese

Il principale modello di ispirazione del legislatore italiano nel configurare l'istituto del voto maggiorato all'art. 127-*quinquies*, TUF, è rappresentato dalle *loyalty shares* di derivazione francese. Seppur con significative differenze, il corrispondente istituto regolato in Francia all'art. L225-123³⁹⁸ è quello che tra i precedenti giuridici a livello europeo si avvicina più di tutti alla disciplina attuale del voto maggiorato.

In particolare, le azioni a voto plurimo in Francia furono per la prima volta introdotte nelle *sociétés anonymes* ai primi del Novecento, non trovando significativi ostacoli nella legge allora vigente³⁹⁹. Successivamente, la legge del 13 novembre del 1933 introdusse il principio della proporzionalità tra il numero di azioni e la quantità di capitale sottoscritta, ancora oggi vigente, senonché la rigidità nell'applicazione della

³⁹⁷ Ibid,

³⁹⁸ Article L225-123, Code de commerce, stabilisce che:” *Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, peut être attribué, par les statuts à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire.*

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

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

L'articolo è stato recentemente modificato dalla LOI n°2014-384 du 29 mars 2014 - art. 7 (V), (c.d. Loi Florange), che con riferimento alla maggiorazione del voto per le società quotate, ha previsto il passaggio da un sistema di opt-in ad un sistema di opt-out.

³⁹⁹ “In virtù dell'interpretazione a contrario dell'Art. 34 al. 3 del Code de commerce francese quale modificato dalla legge del 16 novembre del 1903: *sauf dispositions contraires des statuts, les actions de priorité et les autres actions ont, dans les assemblées, un droit de vote égal*”. Cfr. CARIELLO V., “*Un formidabile strumento di dominio economico*”: *contrapposizioni teoriche, “battaglie” finanziarie e tensioni ideologiche sul voto potenziato tra le due Guerre Mondiali*, in Quaderni Fiorentini, tomo I, 2015, p. 511, nt. 52.

suddetta regola ancora oggi vigente ha ceduto di fronte all'introduzione da parte del legislatore di regole derogatorie sul punto⁴⁰⁰ come quella sulle *loyalty shares*.

Così, secondo la disciplina attuale, un secco raddoppiamento del diritto di voto per ogni azione è riconosciuto, in presenza di una clausola statutaria facoltizzante, a tutti quei azionisti che abbiano iscritto nominativamente le azioni e le abbiano mantenute nella loro titolarità per un periodo minimo di due anni. Inoltre, a seguito della previsione dell'art. 7 della Loi n. 2014-384 del 29 marzo 2014 (conosciuta come loi Florange), per le società con azioni quotate su un mercato regolamentato viene invertito il principio regolatorio preesistente. Di conseguenza, ad oggi il beneficio del voto doppio in tali realtà societarie viene riconosciuto, salva la presenza di una clausola statutaria contraria, a tutte le azioni interamente liberate per le quali sia stata ottenuta un'iscrizione nominativa da più di due anni nella persona del medesimo azionista, passando così da un sistema di opt-in, ad uno di opt-out.

Questa innovazione proposta nel rapporto Gallois⁴⁰¹ introdotta dalla Loi Florange è sicuramente quella più di tutte consente l'incentivazione dell'azionariato di lungo termine in quanto tende a favorire una politica di gestione pluriennale. Infatti, questo obiettivo può essere concretamente realizzato mediante il rafforzamento dell'influenza degli azionisti "storici" e l'incentivazione dell'azionariato "fedele", per un coinvolgimento degli stessi in un'attività sociale "responsabile". Sul piano della politica legislativa, una misura del genere spinge gli investitori non solo ad attuare strategie durature per beneficiare del privilegio del voto doppio, ma di fatto li costringe ad assumere un tale comportamento, a pena di perdere la propria influenza. Peraltro, la generalizzazione del voto doppio ne rende fortemente difficoltosa l'eliminazione, che potrà avvenire solo con delibera a maggioranza rafforzata dei due terzi dell'assemblea. Così, in mancanza di una compagine di azionisti interessati all'eliminazione del meccanismo di voto doppio sufficientemente ampia, gli investitori che vogliono

⁴⁰⁰ SPOLIDORO M. S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, XXVIII Convegno di studio su Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati, Fondazione centro Internazionale su diritto, società, economia, 20 settembre 2014, par. 14.

⁴⁰¹ L. GALLOIS, *Pacte pour la compétitivité de l'industrie française*, 5 nov. 2012: BJS déc. 2012, p. 828, n. 496, note H. Barbier.

mantenere la propria influenza non avranno altra scelta che ottenere l'iscrizione nominativa e rimanere soci⁴⁰².

D'altra parte, deve essere riportato che una disposizione del genere provoca di certo il risentimento di taluni investitori per una serie di criticità che l'accompagnano. Innanzitutto, è pur vero che, nonostante il desiderabile effetto della fidelizzazione dell'azionariato, la generalizzazione del voto doppio determina il rafforzamento dell'efficacia di strategie difensive anti-OPA⁴⁰³. In relazione a ciò, l'esperienza francese (come ad esempio nel caso di l'Oréal) in materia di voto doppio dimostra come questo strumento sia stato utilizzato per perpetuare il controllo di taluni azionisti più che come fattore di ricambio e dinamismo nella proprietà. D'altra parte vi è da sottolineare come le azioni di fedeltà a voto doppio siano state un mezzo fondamentale per spingere alla quotazione società sottoposte allo stretto controllo del fondatore rivelandosi in tal senso un fattore positivo in termini di crescita del sistema economico⁴⁰⁴.

Un altro ostacolo è, poi, rappresentato dalla necessità di iscrivere azioni nominative, il che fa perdere il beneficio dell'anonimato connesso ai titoli al portatore. Il relativo rischio sarebbe quello dell'uscita dal capitale della società di quei investitori che non siano disposti a sopportare tali criticità per accedere al voto doppio⁴⁰⁵.

⁴⁰² EVA MOUIAL-BASSILANA- IRINA PARACHKÉVOYA, "Les apports de la loi Florange au droit des sociétés, Bulletin Joly Sociétés, Mai 2014, p. 315.

⁴⁰³ LAMANDINI M., *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche d'acquisto*, Centro Internazionale su diritto, società, economia, 2015, p. 7. "Sembra evidente l'intento del legislatore francese –ulteriormente rafforzato dalla recente "loi Florange" ...che ne ha prevista l'applicazione salvo opt-out statutario – di rafforzare attraverso il voto doppio il potere societario in primo luogo degli azionisti francesi per come consegnatogli dalla storia. In altri termini, il voto doppio non serve solo a promuovere investimenti di lungo termine degli investitori istituzionali ma anche a rallentare il processo di sostituzione (attraverso offerte di acquisto ostili) delle proprietà francesi", Cit. J.BROSSET, N. CUNTZ, *Aspects boursiers de la loi Florange: le législateur forge un nouvel arsenal défensif face aux opérations hostiles*, in *Revue de droit bancaire et financier*, 2014, 2, étude 7.

⁴⁰⁴ Cfr. SPOLIDORO M. S., *Il voto plurimo: i sistemi europei, XXVIII Convegno di studio su Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati*, Fondazione centro Internazionale su diritto, società, economia, par. 14.

⁴⁰⁵ Viene tuttavia rilevato che il rischio di fuga dal capitale azionario sia esagerato, in quanto più della metà delle società quotate hanno fatto ricorso al voto doppio senza dimostrare nella pratica che tale rischio di fuga si sia effettivamente concretizzato. Cfr. LAMANDINI M., *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche d'acquisto*, Centro Internazionale su diritto, società, economia, 2015, par. 14.

Peraltro, studi empirici hanno dimostrato in Francia che grazie alle loyalty shares, le posizioni dei soci di controllo si sono rafforzate, facendo divenire le società meno contendibili e che i rapporti tra maggioranza e minoranza si sono stabilizzati a favore della maggioranza. Cfr. *Droit de vote double, un cadeau emprisonné*, in *Le revenue. Com*, 2 maggio 2014.

Le *loyalty shares* non costituiscono, poi, una categoria speciale di azioni e risultano per questo legate non al titolo ma alla persona dell'azionista. La stessa soluzione è stata ripresa nell'ambito dell'ordinamento italiano per l'istituto del voto maggiorato di cui all'art. 127-*quinquies* TUF e spiega la ragione della decadenza automatica del diritto di voto doppio al trasferimento della proprietà.

Infine, l'analisi della disciplina delle azioni a voto doppio sino a qui considerata deve essere rapportata al contesto delle realtà societarie presenti in Francia, Paese che similmente all'Italia è caratterizzato da un'elevata percentuale di società a controllo ristretto. In questo contesto il voto doppio può consentire un maggiore coinvolgimento degli azionisti che abbiano dimostrato interesse all'investimento di lungo periodo nella funzione di monitoraggio delle scelte degli amministratori, può essere incentivato l'attivismo anche dei soci di minoranza in sede di assemblea, nonché favorita la stabilizzazione del corso dei titoli azionari altrimenti sottoposti alla schizofrenia del mercato borsistico⁴⁰⁶.

A differenza di quanto previsto nel TUF all'art. 127-*quinquies*, in Francia si applicava poi la regola della nazionalità nell'attribuzione del voto doppio, per cui, secondo il successivamente abrogato comma 3 dell'art. L225-125, il premio di maggiorazione poteva essere riconosciuto solo a favore di 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 ("SEE"). Da tale previsione risultava evidente l'intento del legislatore di fare delle *loyalty shares* non solo uno strumento volto ad incentivare l'investimento di lungo termine, ma anche e soprattutto un meccanismo di rafforzamento del controllo societario degli azionisti francesi che rende più difficoltosa la sostituzione delle proprietà francesi per effetto di scalate ostili⁴⁰⁷. Secondo i più, la disposizione non solo si rivelava anacronistica, ma la preferenza nazionale non aveva alcun senso in relazione a società quotate operanti su un mercato globale. D'altronde,

⁴⁰⁶ Cfr. SACCO GINEVRI A., L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata, in RDS 2/2012, p. 238.

⁴⁰⁷ LAMANDINI M., *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche d'acquisto*, XXVIII Convegno di studio, Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati, Courmayeur, 2014, par. 5.

una norma di tal genere non avrebbe superato l'esame del Conseil Constitutionnel per contrarietà al principio dell'uguaglianza⁴⁰⁸.

In ultimo, è possibile rilevare che l'elevazione del voto doppio a regola nella disciplina delle società quotate, si coordina pienamente con le sollecitazioni della Commissione Europea alla maggiore trasparenza sulla politica di voto e alla semplificazione dei meccanismi di identificazione degli investitori. Questi obiettivi sono, d'altronde, espressamente enunciati nel Piano di azione della Commissione⁴⁰⁹ e tanto la messa in nominativo delle azioni, tanto il voto doppio, sono atti a realizzarli.

Da ciò, si potrebbe concludere che la generalizzazione del voto maggiorato ha rappresentato un passo importante per l'evoluzione della relativa disciplina, non solo a livello nazionale, ma anche a livello europeo. E' così auspicabile che la stessa disciplina italiana dell'istituto sia modificata seguendo l'esperienza francese, in modo da renderla ancora più coerente con la finalità di incentivare l'investimento di lungo periodo.

3.1.5 L'esperienza degli Stati Uniti in materia di voto plurimo

Negli Stati Uniti la regola di default è rappresentata dal riconoscimento di un voto per ogni azione. Tale circostanza non ha impedito, tuttavia, a tale ordinamento di sperimentare il ricorso alle azioni a voto multiplo. Nello specifico la disciplina della maggiorazione di voto nelle società quotate statunitensi deve essere rapportata al sovrapporsi di tre livelli normativi: da una parte la legge federale e le leggi societarie statali che garantiscono ampia flessibilità circa l'emissione di categorie di azioni con diversi diritti di voto; dall'altra regole borsistiche che risultano generalmente più rigide nel consentire una deviazione dalla regola della stretta proporzionalità tra il numero di azioni e di voti e la cui evoluzione è un chiaro esempio di competizione regolamentare⁴¹⁰.

Da un punto di vista storico, la diffusione delle azioni a voto multiplo negli Stati Uniti risale ai primi anni del Novecento, per poi subire una decisiva battuta di arresto a

⁴⁰⁸ EVA MOUIAL-BASSILANA- IRINA PARACHKÉVOYA, "Les apports de la loi Florange au droit des sociétés, Bulletin Joly Sociétés, Mai 2014, p. 315.

⁴⁰⁹ COMMISSIONE EUROPEA, Piano d'azione sul diritto delle società e il governo societario, IP/12/1340.

⁴¹⁰ SACCO GINEVRI A., L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata, in RDS 2/2012, p. 238.

seguito delle crisi finanziarie che interessarono gli anni Venti e Trenta del secolo scorso⁴¹¹.

A partire dagli anni Ottanta, si verifica invece una decisiva ripresa nel ricorso alle azioni a voto multiplo e, complice un aumento dei tentativi di scalate ostili, emerse la tendenza delle società a difendersi ricorrendo a strumenti di separazione tra proprietà e controllo tra cui le azioni a voto plurimo, preferendo, così, la quotazione su permissive borse concorrenti⁴¹². In quel periodo, l'AMEX e il NYSE prevedevano dei forti limiti alla quotazione di azioni con diritti di voto potenziato, mentre il NASDAQ appariva in tal senso più liberale attraendo sempre più imprese nella sua orbita di mercato. In tale contesto, di fronte alla richiesta di autorizzazione all'apertura del NYSE e l'AMEX alla *dual class structure*, la SEC al contrario rispose con la previsione della *rule 19-c*⁴¹³ che introdusse il divieto per le società quotate o quotate di limitare o alterare i diritti di voto delle azioni in circolazione. La suddetta previsione fu tuttavia abrogata nel 1990 per eccesso di delega dalla Corte d'Appello del District of Columbia⁴¹⁴.

Così, l'affermazione di strutture *dual class* ha progressivamente interessato un numero sempre maggiore di società, in particolar modo quelle operanti nel settore *high-tech*, come ad esempio Google, Facebook, linkedin, Groupon, Zynga, ma anche quelle appartenenti a settori industriali ad alta specializzazione, come ad esempio Ford o Warren Buffett's⁴¹⁵.

⁴¹¹ BAINBRIDGE, Corporation Law and Economics, New York, 2002, (nt. 11), il quale rileva che nel 1940 il NYSE ammette alla quotazione società con azioni prive del diritto di voto e che tra il 1940 e il 1978 negli Stati Uniti si contavano solo circa trenta emittenti con non-voting shares o dual class structures.

⁴¹² VENTORUZZO M., *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in Giur. comm., fasc. 3, 2015, par. 2.

⁴¹³ Con la Rule 19c-4 la SEC vietava la quotazione in borsa o l'ammissione al NASDAQ di strumenti azionari di un emittente che avesse emesso strumenti o intrapreso altre operazioni societarie "che avessero l'effetto di annullare, restringere o ridurre in modo non proporzionato i diritti di voto spettanti ad ogni azione" di una o più delle categorie in circolazione. FERRARINI G., *"Un'azione, un voto": un principio europeo?*, cit. p.30.

⁴¹⁴ *Business Roundtable vs SEC*, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990). Rileva, poi, LAMANDINI M., in *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche d'acquisto*, Giur. Comm. fasc. 3, 2015, che "la SEC sembrava aver perso la battaglia ma vinto la guerra, dal momento che nel 1994 le borse – vuoi per una minor centralità del tema delle acquisizioni ostili vuoi per l'aumentata influenza degli investitori istituzionali, tradizionalmente avversi alla deviazione dal principio di proporzionalità- avevano infine aderito, seppur in forma flessibile, al principio, vietando da un lato ogni forma di *supervoting stock*, incluso il "tenure voting", ma prevedendo clausole di "grandfathering" per l'emissione di azioni a voto plurimo preesistenti alla quotazione.

⁴¹⁵ ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *La deviazione dal principio un'azione un voto e le azioni a voto multiplo*, 5 gennaio 2014, Quaderni giuridici Consob, p. 45.

Negli Stati Uniti, la tipica struttura *dual class* è caratterizzata dalla presenza di una classe di azioni “inferiore” ed una classe di azioni “superiore” attribuenti diversi diritti di voto e diverse percentuali di partecipazione alla distribuzione del dividendo. Una prima categoria di azioni è offerta al pubblico, mentre l’altra è offerta a soci fondatori, agli amministratori o ai membri del gruppo familiare di controllo. Mentre la classe di azioni offerta al pubblico attribuisce un numero di voti corrispondente al numero delle azioni possedute nel rispetto del principio “*one share, one vote*”, la seconda classe attribuisce ai relativi titolari un diritto di voto potenziato (generalmente 10 voti per ogni azione) tale da consentire di esercitare il controllo della società, seppur detenendo una partecipazione al capitale limitata⁴¹⁶. Ciò dà la possibilità ai soci fondatori di aprirsi al mercato, potendo contare sul collocamento a seguito della quotazione di una maggiore percentuale di capitale sociale rispetto all’ipotesi in cui il meccanismo di voto multiplo non operasse. Infatti, soprattutto nei settori ad alta specializzazione tecnica come quello *high-tech*, il mantenimento dell’indirizzo dell’attività sociale nelle mani del socio fondatore a seguito della quotazione può essere considerato un fattore positivo dagli investitori, in quanto garanzia della continuazione dell’attività di impresa lungo una linea guida che ne ha determinato il successo nel mercato⁴¹⁷.

Nonostante i positivi effetti derivanti dall’adozione della struttura azionaria *dual class*, possono essere addotte anche una serie di criticità ad essa collegate che hanno portato gli investitori istituzionali ad opporsi in numerosi casi a tale modello. Innanzitutto, viene in considerazione il rilievo che generalmente le azioni di classe B a voto multiplo

⁴¹⁶ PAUL A. GOMPERS, JOY ISHII, ANDREW METRICK, *Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, May 2008, disponibile su <http://ssrn.com/abstract=562511>.

Ad esempio, stando alle rilevazioni del 2017, nel caso di Ford, le azioni di classe A riconoscono al relativo titolare un voto per ognuna, mentre le azioni di classe B consentono ai membri della famiglia Ford di esercitare il 40% dei voti in sede assembleare. Nel caso di Facebook, mentre le azioni di classe A attribuiscono un voto ciascuna, quelle di classe B arrivano a riconoscere al relativo titolare 10 voti per ognuna, il che ha consentito al socio fondatore Marck Zuckerberg di detenere il controllo della società con una partecipazione limitata al capitale del 18%. Nel caso di Zynga, si ha la presenza di tre distinte classi di azioni: quelle di classe A attribuenti un voto per ognuna, quelle di classe B attribuenti 7 voti per ciascuna e quelle di classe C che arrivano a riconoscere 70 voti per ognuna. In tal senso, si vedano le rilevazioni statistiche riportate dal Council of Institutional Investors, the voice of corporate governance, *Dual Class Companies List*, March 2017, disponibile al seguente link: [http://www.cii.org/files/3_17_17_List_of_DC_for_Website\(1\).pdf](http://www.cii.org/files/3_17_17_List_of_DC_for_Website(1).pdf).

⁴¹⁷ BLAIR NICHOLAS AND BRANDON MARSH, *Dual-Class: The Consequences of Depriving Institutional Investors of Corporate Voting Rights*, Harvard Law school forum on corporate governance and financial regulation, May 17, 2017.

sono emesse nei confronti di tutti gli azionisti come dividendo, prevedendosi, tuttavia, l'immediata perdita del relativo privilegio nel caso del trasferimento delle azioni nei confronti di terze parti, anche se di solito il trasferimento verso eredi dei soci di controllo o fondatori della società non provoca la perdita dei privilegi. La conseguenza è che nel giro di poche settimane le azioni di classe B e il relativo voto multiplo si vengono a concentrare nelle mani degli azionisti interessati al controllo e a prospettive di investimento di lungo termine, mentre gli investitori istituzionali che scambiano le azioni perdono quasi immediatamente il privilegio di voto⁴¹⁸.

In aggiunta all'immediata privazione del potere di voto degli investitori, deve essere riportata anche una possibile riduzione del valore della società derivante dal riconoscimento a specifici azionisti del controllo nonostante una partecipazione al capitale sociale limitata.

Queste strutture rischiano, poi, di inficiare la capacità dei consigli di amministrazione di adempiere i propri doveri fiduciari nei confronti di tutti gli azionisti. Infatti, il rischio maggiore consiste nel fatto che esse possano spingere gli amministratori ad agire nel proprio esclusivo interesse, più che nel perseguimento dell'interesse della società.

Una serie di studi accademici arrivano anche a dimostrare che le strutture dual class realizzano basse performance di mercato e sono tendenzialmente instabili. Ad esempio, da una ricerca condotta dall'Investor Responsibility Research Center Institute nel 2012, si rilevò che le imprese statunitensi a struttura di capitale multiclass, non solo realizzavano performance finanziarie inferiori, ma presentavano anche una documentazione più debole durante i controlli sulla contabilità, risultando oltretutto più rischiose in termini di volatilità dei titoli⁴¹⁹. Una rivisitazione del medesimo studio condotta nel 2016 confermò le risultanze precedenti ed evidenziò che nelle società a struttura dual class il compenso del CEO era di gran lunga maggiore.

⁴¹⁸ VENTORUZZO M., *The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat*, Ecgi, law working paper No 288/2015, March 2015, p. 5.

⁴¹⁹ INVESTOR RESPONSIBILITY RESEARCH CENTER INSTITUTE (IRRCI), *New Study Says Multiclass Voting Companies Underperform, Riskier*, October 8, 2012, disponibile al seguente link <http://irrcinstitute.org/news/new-study-says-multiclass-voting-companies-underperform-riskier/>. Nello studio venne notato, in particolare, che il profitto medio degli azionisti su un investimento per un arco temporale di 10 anni in una società a struttura multi-class risultava del 7,52%, dunque di gran lunga più basso rispetto al 9,76% e il 14,26% rispettivamente riconducibile a società non controllate e controllate emittenti una sola classe di azioni.

Peraltro, nell'ambito del *corporate*, le distribuzioni di azioni senza diritto di voto sono andate mano a mano aumentando, in particolar modo nel settore delle società operanti nell'high-tech, trovando tuttavia in vari casi l'opposizione di influenti investitori istituzionali. Ad esempio, Google (società che già proteggeva i soci fondatori con azioni di Classe B attribuenti un potere di voto dieci volte superiore alle azioni di classe A) nel 2012 decise di diluire ulteriormente il potere di voto degli azionisti mediante l'emissione di azioni di classe C senza voto come "dividendi". Gli azionisti, guidati da un fondo pensione del Massachusetts, aprirono un procedimento legale assumendo che gli amministratori fossero venuti meno ai propri doveri fiduciari nei confronti degli investitori mediante l'emissione di azioni senza voto di minor valore e, in definitiva, Google fu obbligata a risarcire gli investitori controparte del procedimento per un ammontare di \$560 milioni per la perdita in percentuale dei propri diritti di voto ⁴²⁰.

3.1.6 Panoramica del voto maggiorato in Europa: brevi considerazioni su Svezia e Germania

Tra i principali Paesi europei, la Svezia è quello che presenta la più alta percentuale di società per azioni che fanno ricorso all'istituto del voto plurimo, in quanto l'80% di esse provvede ad inserire statutariamente la possibilità del potenziamento del diritto di voto. In particolare la maggioranza delle società quotate prevede l'emissione di azioni ordinarie di categoria B attribuenti un voto per ognuna e azioni di categoria A attribuenti 10 voti ciascuna. Le azioni di categoria B solitamente rappresentano più della metà del capitale sociale⁴²¹.

La regola di default prevista dallo Swedish Companies Act (1975:1385) ("CA") è l'applicazione della regola un'azione, un voto. Comunque, a livello statutario viene concessa la facoltà di prevedere l'emissione di azioni di differenti categorie attribuenti diversi diritti. Ciò significa che una società svedese può tra l'altro emettere azioni di differenti categorie che si distinguono in base al potere di voto anche se, secondo quanto previsto nel Chap. 3 Sec. 1 CA, le azioni a voto multiplo non possono attribuire più di 10 voti ciascuna rispetto alle azioni ordinarie.

⁴²⁰ BERNSTEIN LITOWITZ, *One Share, No Vote*, Global business media group, June 2017, disponibile su www.lexology.com.

⁴²¹ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Report on the proportionality principle*, 2007, p. 27.

Quasi tutte le grandi società svedesi sono quotate sullo Stockholm Stock Exchange, il quale non pone restrizioni alla quotazione delle società che adottano la struttura dual class e tale circostanza concorre a spiegare il perché dell'ampio ricorso alla struttura *dual class* da parte delle società quotate svedesi che, così come in gran parte dei Paesi dell'Europa continentale, sono caratterizzate da un controllo concentrato in capo a gruppi familiari⁴²². Comunque, la struttura proprietaria è caratterizzata da assoluta trasparenza, in quanto tutte le società devono adottare un registro pubblico su cui dar conto delle azioni emesse e dell'identità degli azionisti⁴²³.

Nonostante l'elevato ricorso in Svezia al CEM delle Multiple Voting Shares, le operazioni di acquisizione societaria sono piuttosto comuni e statisticamente nel periodo compreso tra il 1990 e il 2002, il 19% delle offerte su base annua hanno avuto successo. Nel mercato UK nello stesso periodo la percentuale di offerte pubbliche d'acquisto conclusesi positivamente si attesta intorno al 5%. Anche il valore delle offerte risulta molto elevato. Basti pensare che nel periodo tra il 1998 e il 2005 il valore totale in denaro delle offerte d'acquisto di società quotate si è attestato intorno a 200 miliardi di SEK⁴²⁴.

Tali dati confermano che il ricorso alle azioni a voto potenziato non rappresenta un disincentivo rispetto alle operazioni di acquisizione delle società in quanto soprattutto se si raffronta il dato della percentuale delle offerte vittoriose in Svezia con quello del Regno Unito, Paese tradizionalmente considerato come il più attivo e aperto sul mercato del controllo societario. In verità, nel caso svedese viene dimostrato come l'utilizzo della maggiorazione di voto possa aver effetti positivi in termini di acquisizioni senza determinare una cristallizzazione del controllo societario a esclusivo favore del gruppo di comando. Infatti l'ampio ricorso all'istituto è dettato da una serie di ragioni a sostegno della presenza di azionisti forti nelle società. Innanzitutto, raggiungendo un

⁴²² Rolf Skog, *The European Union's Proposed Takeover Directive, the "Breakthrough" Rule and the Swedish System of Dual Class Common Stock*, p. 8. Lo stesso autore rileva che, così come avvenuto in gran parte dei Paesi dell'Europa continentale, anche in Svezia il controllo delle società quotate è stato concentrato a lungo nelle mani di gruppi familiari. Nonostante negli ultimi decenni si sia assistito ad una forte diffusione del controllo pubblico sulle società quotate (circa l'80%), ancora molte società sono nelle mani di soci di controllo (circa il 20%). Nelle società quotate con solo una categoria di azioni i soci di controllo arrivano a possedere una partecipazione al capitale e alle azioni al massimo del 25%. Nelle società quotate a sistema dual class i soci di controllo arrivano a possedere invece una partecipazione al capitale del 25% e una percentuale di diritti di voto esprimibili in sede assembleare pari al 41%.

⁴²³ Chap. 3 Secs. 7 & 13 C.

⁴²⁴ Ibid,

accordo con l'azionista di controllo l'offerente manda un importante segnale agli azionisti di minoranza circa la validità della sua offerta, il che incrementa le possibilità che essa abbia successo. In secondo luogo, dato che l'offerente deve applicare a tutti gli azionisti lo stesso prezzo per le azioni appartenenti alla medesima categoria (regola diffusasi pressoché in tutte le moderne discipline delle offerte pubbliche) l'esistenza di un socio di controllo può consentire agli azionisti della società target di ottenere un corrispettivo più alto per la cessione delle proprie azioni. Infine, in caso di azionariato disperso l'azionista di controllo può essere un punto di riferimento per la negoziazione delle azioni con l'offerente dato che può negoziare per conto degli azionisti di minoranza⁴²⁵.

Infine, considerando l'ordinamento tedesco, in Europa esso fornisce l'esempio di una scelta conservatrice a differenza di Paesi Bassi e Svezia, infatti la regola un'azione un voto è norma imperativa che non subisce eccezioni. La soluzione tedesca è seguita da altri Paesi europei come Estonia, Grecia, Lussemburgo, Polonia e Spagna⁴²⁶. Nello specifico, in Germania lo Stock Corporation Act, riconosce un voto ad ogni azione e non ammette deviazioni da tale principio salva la facoltà di emettere azioni di differenti categorie e attribuenti diversi diritti in particolar modo riguardo alla distribuzione del dividendo, con il rispetto della regola per cui azioni attribuenti medesimi diritti appartengono alla stessa categoria⁴²⁷. La Sez. 12 Aktg non consente l'emissione di azioni a voto plurimo⁴²⁸ nonostante prima dell'introduzione del Control on Transparency in Business Act (Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, "KonTraG"), le azioni a voto multiplo potevano essere emesse previa autorizzazione ministeriale. Quest'ultimo provvedimento ha invece determinato un cambio di rotta al fine di garantire la proporzionalità tra la quota di capitale detenuta

⁴²⁵ Ibid,

⁴²⁶ SPOLIDORO M. S., *Il voto plurimo: i sistemi europei, XXVIII Convegno di studio su Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati*, Fondazione centro Internazionale su diritto, società, economia, p. 13.

⁴²⁷ Sez.11 (Classes of Shares), AktG: "*Shares may confer different rights, in particular with regard to the distribution of profits and assets. Shares conferring identical rights shall constitute one class*".

⁴²⁸ Sec. 12 Voting Rights. *No Multiple Voting Rights:*

(1) *Each share shall confer voting rights. Preferred shares that confer no voting rights may be issued in accordance with the provisions of this Act.*

(2) *Multiple voting rights shall be prohibited.*

in una società e i diritti di voto connessi a tale quota⁴²⁹. Per le società quotate la sez. 139 AktG ribadisce la regola per cui ogni azione attribuisce necessariamente un voto salvo che si tratti di azioni privilegiate senza diritto di voto⁴³⁰.

Vi è inoltre da rilevare che a livello statistico le società tedesche tendono ad essere diffidenti rispetto all'adozione di meccanismi di rafforzamento del controllo. Questi sono per lo più utilizzati in numero limitato dalle società di grandi dimensioni. E' possibile in tal senso sottolineare che il CEM cui viene fatto in generale più ricorso sia quello delle strutture piramidali come nel caso della relazione di controllo intercorrente tra le grandi società Volkswagen e MAN⁴³¹.

3.2 La maggiorazione del dividendo in prospettiva comparata

3.2.1 La regola della proporzionalità del dividendo (sharing rule) e l'ammissibilità di deviazioni rispetto ad essa

Nel contesto internazionale la regola della proporzionalità dei dividendi rispetto alla partecipazione sociale assume la denominazione di sharing rule e, secondo quanto indicato da un'autorevole dottrina giuseconomica, rappresenta la modalità più comune di remunerazione degli agents che agiscano nell'interesse dei propri principals in modo da incentivarne le condotte leali⁴³². La stessa dottrina riporta che *"Un esempio evidente è rappresentato dalla tutela di cui godono gli azionisti di minoranza in base al principio della parità di trattamento, che richiede che la distribuzione degli utili sia strettamente proporzionale alla quota posseduta. Tale norma fa sì che gli azionisti di controllo (agent) abbiano un incentivo a massimizzare i guadagni degli azionisti di*

⁴²⁹ ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *La deviazione dal principio un'azione un voto e le azioni a voto multiplo*, 5 gennaio 2014, Quaderni giuridici Consob, p. 40.

⁴³⁰ Sez. 139 (Nature), AktG: *"(1) Shares that carry the benefit of a cumulative preference right with respect to the distribution of profits may be issued without voting rights (nonvoting preferred shares). (2) Non-voting preferred shares may be issued only up to an amount corresponding to half of the share capital"*.

⁴³¹ COMMISSIONE EUROPEA, *Report on the proportionality principle*, p. 48.

⁴³² Cit, DE LUCA N., *Maggiorazione del dividendo o parità di trattamento: quale regola è più gradita ai mercati finanziari?* p.4.

minoranza della società (principal) almeno là dove gli utili della società vengano pagati sotto forma di dividendi"⁴³³.

In generale, il diritto di percepire dividendi che siano proporzionali al capitale investito nella società risponde ad una serie di esigenze di corretto funzionamento del mercato azionario e per questo è osservata nella maggior parte delle legislazioni societarie, inclusa quella americana. Come osservato da una dottrina riconducibile alla nozione di scuola di Harvard, la distribuzione degli utili seguendo un criterio pro rata è auspicabile per una serie di motivi. In primis, il pagamento di dividendi pro rata può, come riportato sopra, stimolare l'agent a realizzare migliori performances nell'interesse dei propri principal. In secondo luogo è più semplice raccogliere capitale tra il pubblico quando gli investitori possono disporre di beni standardizzati da negoziare sul mercato secondario ad un certo prezzo. Infatti, le azioni che attribuiscono uguali diritti di dividendo o uguali diritti di voto sono beni suscettibili di essere negoziati sui mercati secondari come le borse valori ad un certo prezzo per unità. Maggiormente affidabili sono le aspettative sulle distribuzioni pro rata, maggiore è la possibilità che la società sia in grado di emettere azioni o aumentare il capitale⁴³⁴.

La tesi della scuola di Harvard è stata fortemente criticata per le conseguenze radicali che derivano dall'individuazione di un principio di parità di trattamento sulle distribuzioni. Al fine di limitarne la rigidità si è ammesso che possa essere derogata quando un rispetto rigoroso impedisce il perseguimento di una lecita business purpose misurabile in termini di incremento del rendimento atteso dall'investimento o Return on investments (ROI)⁴³⁵.

Secondo l'impostazione indicata da un ulteriore gruppo di autori annoverabili sotto il nome di Scuola di Chicago viene invece auspicato il superamento del principio della parità di trattamento in sede di distribuzione dell'utile. L'assunto di base a sostegno di tale impostazione è che la divisione degli utili costituisce un semplice trasferimento e

⁴³³ KRAAKMANN R. et al., *Diritto commerciale comparato*, a cura di L. Enriques, Bologna, 2007, p. 35; originale da H. Hansmann e R. Kraakmann, ed ora J. ARMOUR, H. HANSMANN e R. KRAAKMANN, *Legal Strategies for Reducing Agency Costs, in The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*², OUP, Oxford New York, 2009, p. 43.

⁴³⁴ Cfr. DE LUCA N., *Unequal Treatment and Shareholders' Welfare Growth: "Fairness" V. "Precise Equality"*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 34, p. 1.

⁴³⁵ R.A. BOOTH, *The Business Purpose* (nt. 14), p. 884.

non creazione di nuova ricchezza, cosicché una regola che consentisse una distribuzione non proporzionale dei dividendi non accrescerebbe il valore dell'impresa, anzi imporrebbe sugli azionisti un costo di monitoraggio sulla fuoriuscita di capitali dall'impresa e ridurrebbe in definitiva il benessere aggregato⁴³⁶.

In relazione a tale approccio viene riportato da Easterbook e Fischel: "*if the terms under which the directors obtain control of the firm call for them to maximize the wealth of the investors, they select the highest-paying venture and abide by the rules of distribution. If unequal distribution is necessary to make the stakes higher, then duty requires inequality. ... The ex post inequality ... is no more "unfair" than the ex post inequality of a lottery, in which all players invest a certain amount but only a few collect. The equal treatment of the investors ... and the gains they receive from taking chances, make the ex post inequality both fair and desirable*"⁴³⁷. Conseguentemente l'approccio su cui si basa la Scuola di Chicago è quello per cui chiunque produce un guadagno per la società deve essere messo nella condizione di mantenerlo anche se da tale circostanza può derivare una deviazione dalla sharing rule.

Infatti, la conclusione ultima nelle riflessioni della dottrina giuseconomica più autorevole tende a ritenere pacifica l'esistenza del principio della parità di trattamento in sede di distribuzione dei dividendi, seppur ammettendo la previsione di un dividendo maggiorato a favore degli azionisti di minoranza con il rispetto di talune condizioni prefissate. Situazione ben diversa si prospetta per l'attribuzione di privilegi nella distribuzione degli utili agli azionisti di maggioranza. Il fatto di rendere lecite misure in tal senso comporterebbe una compressione dei diritti dei soci di minoranza con eccessivo rafforzamento del potere dei soci di controllo, i quali sarebbero disincentivati ad operare al meglio delle proprie possibilità⁴³⁸.

D'altro canto, ammettendo la presenza di un principio generale della parità di trattamento, la previsione di un dividendo maggiorato si porrebbe in deroga al principio della proporzionalità dei dividendi e non ad esso. Vi è infatti da notare che laddove il

⁴³⁶Cit. DE LUCA N., *Maggiorazione del dividendo o parità di trattamento: quale regola è più gradita ai mercati finanziari?*, p.6.

⁴³⁷FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law 110* (Harvard University Press 1991), p. 110.

⁴³⁸ Cit, DE LUCA N., *Maggiorazione del dividendo o parità di trattamento: quale regola è più gradita ai mercati finanziari?*, reperibile nel sito http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/12032/de_luca.pdf, p.6.

trattamento differenziato trova fondamento in una situazione non identica, affinché il trattamento differenziato sia obiettivamente equo sarà necessario che l'intervento comporti un'entità della differenziazione che sia proporzionata rispetto alla disparità da riequilibrare⁴³⁹.

3.2.2 Il dividendo maggiorato nell'ordinamento tedesco e francese

Il dividendo maggiorato, così come disciplinato all'art. 127-*quater*, TUF, non rappresenta un unicum del ordinamento italiano in quanto è stato preceduto dal corrispondente istituto nell'ordinamento tedesco di cui al §60 AktG⁴⁴⁰.

Tale articolo in tema di distribuzione del profitto prevede al primo comma che gli azionisti abbiano diritto a percepire un dividendo proporzionale alla propria partecipazione al capitale ispirandosi in tal senso alla regola d'uguaglianza tra azionisti di cui al § 11 AktG⁴⁴¹. Vengono previste ai successivi due commi due eccezioni a tale regola che prescindono dall'emissione di azioni privilegiate ma che sono ammissibili solo in presenza di azionisti che versino in condizioni diverse data la vigenza in Germania della regola della parità di trattamento di cui al § 53a AktG per cui gli azionisti che versano nelle stesse condizioni non possono essere trattati in modo diverso.

Ai sensi del secondo comma, ove i conferimenti a capitale non siano stati effettuati nella stessa proporzione per ogni azione, gli azionisti saranno legittimati a ricevere primariamente una porzione degli utili distribuibili, pari al 4 per cento del conferimento prestato e se l'utile non fosse a tal fine sufficiente, l'ammontare da corrispondere è ridotto conformemente ad una percentuale inferiore. I conferimenti effettuati nel corso

⁴³⁹ Ibid, p.9.

⁴⁴⁰ §60, AktG, **Gewinnverteilung:**

(1) Die Anteile der Aktionäre am Gewinn bestimmen sich nach ihren Anteilen am Grundkapital.

(2) Sind die Einlagen auf das Grundkapital nicht auf alle Aktien in demselben Verhältnis geleistet, so erhalten die Aktionäre aus dem verteilbaren Gewinn vorweg einen Betrag von vier vom Hundert der geleisteten Einlagen. 2Reicht der Gewinn dazu nicht aus, so bestimmt sich der Betrag nach einem entsprechend niedrigeren Satz. 3Einlagen, die im Laufe des Geschäftsjahrs geleistet wurden, werden nach dem Verhältnis der Zeit berücksichtigt, die seit der Leistung verstrichen ist.

(3) Die Satzung kann eine andere Art der Gewinnverteilung bestimmen.

⁴⁴¹ § 11 AktG, **Aktien besonderer Gattung:**

1Die Aktien können verschiedene Rechte gewähren, namentlich bei der Verteilung des Gewinns und des Gesellschaftsvermögens. 2Aktien mit gleichen Rechten bilden eine Gattung.

dell'esercizio sociale dovranno essere presi in considerazione in proporzione al periodo di tempo trascorso dalla data della loro effettuazione. Perciò, ai sensi del secondo comma, se non tutti gli azionisti hanno liberato le azioni o non l'abbiano fatto nella stessa misura, i dividendi possono essere ridotti rispetto alla partecipazione al capitale o anche essere esclusi.

Inoltre, al comma 3 dello stesso articolo si sancisce che, per espressa previsione statutaria o deliberazione dell'assemblea, è possibile l'erogazione di dividendi addizionali in forma di premi quale forma di incentivo a coloro che in sede di aumento di capitale apportano nuove risorse⁴⁴². Di regola la relativa clausola statutaria è formulata in tal senso «*Bei einer Kapitalerhöhung kann die Gewinnbeteiligung neuer Aktien abweichend von § 60 des Aktiengesetzes bestimmt werden*»⁴⁴³.

Vi è da notare infine che sussistono una serie di significative differenze nel modo in cui è congegnato l'istituto del dividendo maggiorato in Germania, dal suo corrispondente nell'ordinamento italiano di cui all'art. 127-*quater* TUF. Innanzitutto il primo ha portata generale e non è dunque applicabile alle sole società quotate come l'art. 127-*quater* TUF; ha una formulazione a fattispecie aperta a differenza del secondo che premia solo la detenzione qualificata delle azioni per un certo periodo di tempo medio-lungo; non sancisce limiti alla percentuale di maggiorazione né ai soggetti che ne possano beneficiare, mentre l'art. 127-*quater* fissa un limite quantitativo del 10% rispetto al dividendo distribuito alle altre azioni ed esclude il riconoscimento della maggiorazione per una percentuale superiore allo 0,5% del capitale sociale. Però, entrambe le norme prevedono che la maggiorazione possa operare solo tramite l'inserimento di una clausola facoltizzante a livello statutario (opt-in)⁴⁴⁴.

Nonostante la validità della normativa tedesca sul punto, l'istituto del dividendo maggiorato così come disciplinato all'art. 127-*quater*, TUF, si è principalmente ispirato al modello di disciplina già previsto nell'ordinamento francese. Infatti il Code de commerce stabilisce la possibilità per tutte le società, anche non quotate, di prevedere in statuto la maggiorazione del dividendo, nel limite del 10% del dividendo ordinario a

⁴⁴² Cit. DE LUCA N., *Maggiorazione del dividendo o parità di trattamento: quale regola è più gradita ai mercati finanziari?*, p. 7.

⁴⁴³ Ibid, nota 23, così § 5 (9) Statuto Deutsche Telekom (18 maggio 2010); similmente, tra altri, § 25 (2) Statuto Siemens (aprile 2010); § 15 (1) Statuto 3U Holding AG (ottobre 2010); § 5 (7) Statuto BASF Se (luglio 2010)].

⁴⁴⁴ Ibid,

beneficio degli azionisti che detengano azioni nominative da almeno due anni. Per le società quotate è previsto che la percentuale della maggiorazione non ecceda lo 0,5% del capitale sociale⁴⁴⁵.

Tra le società francesi che si sono avvalse della facoltà di prevedere in statuto la maggiorazione del dividendo si possono ricordare l'Oreal e EDF. In Francia la detenzione delle azioni dematerializzate può essere in regime nominativo puro, se i titoli sono iscritti nel registro dell'emittente) o amministrato, se i titoli sono iscritti presso conti detenuti da un intermediario. Di regola, i titoli detenuti presso un intermediario sono titoli al portatore. Possono essere anche titoli nominativi, e, in questo caso, sono ugualmente iscritti nel registro dell'emittente. Ai titoli nominativi può essere riconosciuta una maggiorazione del dividendo, se così previsto dallo statuto e la maggiorazione presenta il vantaggio per le società di conoscere i soggetti beneficiari⁴⁴⁶.

⁴⁴⁵ Art. 232-14, Code de Commerce: "*Une majoration de dividendes dans la limite de 10 % peut être attribuée par des statuts à tout actionnaire qui justifie, à la clôture de l'exercice, d'une inscription nominative depuis deux ans au moins et du maintien de celle-ci à la date de mise en paiement du dividende. Son taux est fixé par l'assemblée générale extraordinaire. Dans les sociétés dont les titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé, le nombre de titres éligibles à cette majoration de dividendes ne peut excéder, pour un même actionnaire, 0, 5 % du capital de la société. La même majoration peut être attribuée, dans les mêmes conditions en cas de distribution d'actions gratuites.*

Cette majoration ne peut être attribuée avant la clôture du deuxième exercice suivant la modification des statuts".

⁴⁴⁶ ASSONIME, Circolare 34/2013, p. 7. ANSA, *Proxy Voting Reform in France, a guide for non resident shareholders*, p. 15.

Conclusioni

A seguito delle crisi finanziarie dell'ultimo decennio, tanto a livello internazionale, quanto a livello nazionale, si è registrato un crescente *favor* nei confronti di strumenti giuridici volti a incentivare l'investimento di lungo periodo nelle società quotate (*long-term commitment*), allo scopo di consentire una crescita dell'impresa maggiormente sostenibile.

Tale impostazione appare condivisibile per una serie di ragioni. Innanzitutto, un investitore che non sia animato da un intento esclusivamente speculativo è sicuramente più disposto a rinunciare a un profitto immediato al fine di cogliere i maggiori benefici che in prospettiva possono derivare da scelte gestionali più accorte. Anzi, spingere l'investitore a mantenere la titolarità delle stesse azioni in un orizzonte temporale sufficientemente ampio può incentivarlo a divenire esso stesso garante di una redditività sostenibile e, perciò, maggiormente propenso ad accettare una performance borsistica meno brillante nell'immediato anche se più stabile nel futuro.

D'altronde, l'opposto sistema dello *short-termism* ha immesso nel sistema i germi di una profonda distorsione nell'amministrazione delle imprese. Infatti, i manager sono stati troppo a lungo valutati solo per i risultati legati all'andamento borsistico dei titoli nel breve periodo di propria competenza, cosicché importanti scelte di investimento, come quelle in ricerca e sviluppo o in beni capitali, sono state troppo spesso rimandate a esercizi successivi, in quanto in grado di pesare sul bilancio e sull'andamento del titolo nell'immediato. D'altra parte, si comprende come non possa essere economicamente sostenibile un sistema basato sul rinvio del momento in cui assumere decisioni rilevanti per lo sviluppo dell'impresa, ma al contrario si sia sentita l'esigenza di incentivare l'attivismo degli azionisti nella partecipazione alla vita sociale anche in funzione di monitoraggio sul management, nonché di aumentare il grado di stabilità borsistica dei titoli.

In tale prospettiva, la norma sulla maggiorazione del dividendo, di cui all'art. 127-*quater*, TUF, e quella in tema di maggiorazione del diritto di voto, di cui all'art. 127-

quinquies, TUF, consentono l'introduzione di istituti pienamente corrispondenti agli orientamenti giuseconomici più recenti in materia di amministrazione dell'impresa.

Infatti, entrambi hanno in comune la caratteristica di attribuire un premio di fedeltà all'azionista per la detenzione qualificata delle azioni in un periodo continuativo di medio-lungo termine. Per di più, sia nel primo che nel secondo caso, il premio di fedeltà rappresenta un beneficio attribuito alla persona del socio che consente di inserire nello statuto delle società quotate una discriminazione tra soci volta a garantire un maggior peso a coloro che sono disposti a mantenere l'investimento nella società per un più ampio arco di tempo. Peraltro, la mancata riproduzione di maggiorazioni su base personalistica anche in relazione alle società chiuse va giustificata con la considerazione che quest'ultime non sono interessate dal fenomeno dell'apatia razionale del socio ininfluenza e non conoscono l'esigenza della stabilizzazione della quotazione azionaria. D'altro canto, le sole società quotate sono caratterizzate dal fenomeno della fluttuazione dei titoli e dai problemi di diffusione delle partecipazioni cui possono porre rimedio le maggiorazioni personalistiche.

Nonostante l'apprezzabilità degli istituti in sé considerati, è indispensabile analizzarne l'impatto e le possibili distorsioni applicative nel contesto societario in cui vanno a inserirsi. Vi è da rilevare, in tal senso, che le maggiorazioni personalistiche possono essere particolarmente efficaci nell'ambito di quei sistemi economici, ad esempio quello degli Stati Uniti o del Regno Unito, caratterizzati dalla presenza di un azionariato fortemente disperso e in cui, perciò, è indispensabile favorire la presenza di azionisti di riferimento che siano attivi nell'esplicazione di una funzione di monitoraggio sul management. Invece, i principali Paesi europei analizzati, tra cui in particolar modo il contesto societario italiano, sono caratterizzati dalla presenza di assetti proprietari concentrati nelle mani di pochi azionisti di maggioranza che appartengono nella maggior parte dei casi a gruppi familiari di controllo.

Così, per quanto riguarda la maggiorazione di voto, è possibile evidenziare come nel panorama delle trentuno società quotate italiane che ad oggi hanno adottato l'istituto in questione⁴⁴⁷ il socio "fedele" viene a coincidere di fatto con quello di controllo, mentre

⁴⁴⁷ Elenco Consob delle trentuno società quotate italiane che hanno adottato la maggiorazione del diritto di voto ex art. 127-*quinquies* TUF indicante il nome della società accompagnato dalla data della delibera assembleare, disponibili sul sito istituzionale: Amplifon spa 29.01.2015; Fila - fabbrica italiana lapis ed affini spa 01.06.2015; Arnoldo Mondadori editore spa 27.04.2017; Astaldi spa 29.01.2015; Cairo

le minoranze rimangono variabili. Da qui, si può trarre la necessaria conseguenza che il voto maggiorato venga utilizzato nella pratica al fine di consentire ai soci di riferimento di cristallizzare ulteriormente la propria posizione di potere all'interno della società, con il risultato paradossale che la maggiorazione del voto trasferisce peso decisionale dai soci di minoranza ai soci di controllo. Infatti, in tutte le società analizzabili, il beneficio della maggiorazione viene riconosciuto ad azionisti forti di riferimento che accedendo all'istituto possono consolidare ulteriormente il proprio potere di voto in assemblea a discapito di una riduzione percentuale più che proporzionale del potere di voto dei soci di minoranza⁴⁴⁸. E' possibile, dunque, affermare che nella prassi applicativa delle società quotate italiane si sia verificato lo stesso fenomeno del *trucage* già manifestatosi

communication spa 18.07.2016; Carraro spa 15.04.2016; Centrale del latte d'italia spa 30.09.2016; Class editori spa 30.04.2015; Cofide spa 24.04.2015; Conafi prestito spa 29.04.2015; Datalogic spa 04.05.2017; Davide campari-Milano spa 28.01.2015; Dea capital spa 17.04.2015; Diasorin spa 28.04.2016; Exprivia spa 22.04.2015; Fidia spa 28.04.2017; Gruppo Waste italia spa 05.05.2015; Hera spa 28.04.2015; I.M.A. industria macchine automatiche spa 21.04.2017; Intek group spa 18.06.2015; Iren spa 09.05.2016; Landi renzo spa 24.04.2015; Lventure group spa 27.04.2017; Maire tecnimont spa 18.02.2015; Nice spa 24.04.2015; Openjobmetis spa 12.10.2015; Poligrafica san faustino spa 24.04.2015; Sabaf spa 28.04.2016; Saes getters spa 03.03.2016; Technogym spa 16.02.2016; Ternienergia spa 16.03.2015; Zignago vetro spa 14.04.2015.

⁴⁴⁸ A conforto dell'assunto e a titolo esemplificativo si riportano i dati relativi ai soci di alcune tra le più rilevanti società quotate italiane aventi diritto o richiedenti accesso alla maggiorazione di voto ex art. 127-*quinquies*, TUF: nel caso di Technogym, il socio di maggioranza Wellness holding s.r.l. a fronte di una partecipazione al 52% del capitale sociale risulta come unico socio avente diritto al voto maggiorato che consente di esprimere il 68,42% del totale dei diritti di voto; nel caso di Amplifon spa, l'azionista Ampliter N.V. è l'unico ad accedere al voto maggiorato che consente di esprimere il 68,1% dei diritti di voto a fronte di una partecipazione al capitale del 44,9%; nel caso di Arnoldo mondadori editore s.p.a. unico socio richiedente risulta Finanziaria d'investimento Fininvest spa sottoposta al soggetto controllante Silvio Berlusconi per azioni corrispondenti al 53,30% del capitale sociale; nel caso di Cairo Communication spa, l'unico socio richiedente il voto maggiorato risulta U.T. communications spa con soggetto controllante Urbano Cairo per azioni rappresentanti il 25,162% del capitale sociale; nel caso di Carraro spa, risultano iscritti nell'elenco richiedenti il voto maggiorato i soci Finaid spa, Mario Carraro, Chiara Alessandri, per una percentuale rispettivamente del 35,39%, del 5,49% e del 2,68%; nel caso di Cofide spa, il socio f.lli de benedetti s.p.a. è l'unico ad accedere al beneficio del voto maggiorato per azioni rappresentanti il 51,924% del capitale sociale e venendo a disporre in tal modo del 66,945% sul totale dei diritti di voto; nel caso di Astaldi spa, il socio di controllo Fin.Ast Srl accede alla maggiorazione per azioni rappresentanti il 52,61% del capitale sociale e venendo a disporre del 69,02% sul totale dei diritti di voto; nel caso di Class Editori spa, sono iscritti nell'elenco richiedenti il beneficio della maggiorazione gli azionisti Euroclass Multimedia Holding e Panerai Paolo per azioni rappresentanti una partecipazione al capitale rispettivamente del 60,76% e del 10,036%; nel caso di Centrale del latte d'Italia spa, l'unico socio iscritto nell'elenco richiedenti il voto maggiorato risulta Artom Adele tramite le società controllate per una partecipazione al capitale pari al 40,9%; nel caso di Maire Tecnimont spa, il socio Glv capital s.p.a. risulta l'unico ad aver ottenuto la maggiorazione per azioni rappresentanti il 52% del capitale sociale; nel caso di Ternienergia spa, l'unico socio richiedente il voto maggiorato risulta Italeaf S.p.A. per una partecipazione al capitale del 46,78%.

in Francia con l'applicazione della disciplina del corrispondente istituto francese prima delle modifiche apportate dalla LOI n°2014-384 del 29 marzo 2014 (c.d. *Loi Florange*). Infatti, nella formulazione dell'art. 127-*quinquies*, TUF, viene ad essere camuffato nient'altro se non un meccanismo di rafforzamento del controllo (CEM) a disposizione dell'autonomia privata, senza dubbio più trasparente rispetto a quelli utilizzati in passato, come i patti parasociali e le piramidi societarie. Perciò, data la peculiarità delle assetti proprietari in Italia, tramite questa disciplina non si è sicuramente realizzato l'intento di rendere le minoranze, e in particolar modo gli investitori istituzionali, più partecipi all'attività sociale anche in funzione di monitoraggio sulle scelte del management, il che rappresentava uno degli assunti fondamentali della teoria del *long-termism*.

Al fine di rendere la disciplina italiana più idonea a favorire la partecipazione degli investitori istituzionali e delle minoranze, è possibile suggerire la previsione di un correttivo analogo a quello previsto dalla *loi Florange* nell'ordinamento francese, che, rispetto alla maggiorazione del voto per le società quotate, ha previsto che il beneficio del voto doppio viene riconosciuto, salva la presenza di una clausola statutaria contraria, a tutte le azioni interamente liberate per cui sia stata ottenuta un'iscrizione nominativa da più di due anni nella persona del medesimo azionista, comportando così il passaggio da un sistema di *opt-in*, ad uno di *opt-out*. Infatti, la generalizzazione del meccanismo di voto potenziato può non solo spingere gli investitori ad attuare strategie durature per beneficiare del privilegio, ma di fatto costringerli ad assumere un tale comportamento per non perdere la propria influenza. Peraltro, la generalizzazione del voto multiplo ne rende fortemente difficoltosa l'eliminazione, cosicché in mancanza di una compagine di azionisti interessati all'eliminazione della clausola di maggiorazione sufficientemente ampia, gli investitori che vogliono mantenere la propria influenza non avranno altra scelta che ottenere l'iscrizione nominativa e rimanere soci.

Una soluzione alternativa a quella francese e ancor più radicale potrebbe consistere nel premiare la "fedeltà prospettica" degli azionisti, riconoscendo il premio di maggiorazione a tutti quei soci che al momento dell'investimento si siano impegnati a mantenere le stesse azioni per un certo intervallo di tempo medio-lungo. D'altronde, l'attuale formulazione dell'art. 127-*quinquies*, TUF, riconoscendo il relativo beneficio al solo termine del periodo di detenzione qualificata dei titoli, non assicura di per sé che

l'azionista sia disincentivato a venderli per cogliere opportunità speculative emergenti nel breve termine e in grado di comportare una distorsione nelle scelte di investimento. In tal senso, come misura più opportuna ai fini del contrasto allo *short-termism*, si potrebbe valutare il riconoscimento del potenziamento di voto nella medesima proporzione a tutti gli azionisti, il quale possa essere mantenuto solo a condizione che non vengano compiuti successivi atti dispositivi delle azioni. Ciò consentirebbe all'azionista di controllo di consolidare immediatamente la propria posizione senza necessità di attendere la decorrenza del periodo di fedeltà e, d'altra parte, di disincentivare operazioni di vendita delle azioni animate da intenti esclusivamente speculativi, dato il contrappeso dell'immediata perdita del premio di maggiorazione.

Lo scenario delineatosi, nonostante non sia pienamente corrispondente all'iniziale obiettivo di favorire l'attivismo degli azionisti, presenta comunque una serie di aspetti positivi dal punto di vista del mercato. In primis, dall'analisi comparatistica con il sistema statunitense basato sulle strutture *dual-class*, emerge come il voto multiplo possa essere sfruttato al fine di favorire la quotazione di quelle società i cui soci fondatori intendano mantenerne il controllo pur intendendo collocare in fase di OPA una percentuale di capitale maggiore rispetto a quanto possibile se la maggiorazione non operasse. In tal senso, l'istituto del voto maggiorato si presta ad essere utilizzato da quelle società in cui i soci fondatori devono mantenere il controllo nella gestione per continuare ad apportare le proprie abilità creative e imprenditoriali apprezzate da investitori esterni, ad esempio come riscontrabile settore high-tech o in settori industriali ad alta specializzazione riconducibili a gruppi familiari. Inoltre, la presenza di un azionista di riferimento consente all'offerente di mandare un importante segnale agli azionisti di minoranza circa la validità della sua offerta, il che incrementa le possibilità che essa abbia successo. In secondo luogo, dato che l'offerente deve offrire a tutti gli azionisti lo stesso prezzo per le azioni appartenenti alla medesima categoria (regola diffusasi pressoché in tutte le moderne discipline delle offerte pubbliche), l'esistenza di un socio di controllo consolidato può consentire agli azionisti della società target di ottenere un corrispettivo più alto per la cessione delle proprie azioni, potendo esso rappresentare un importante punto di riferimento per la negoziazione delle azioni anche per conto della minoranza.

Passando alla considerazione del dividendo maggiorato di cui all'art. 127-*quater*, TUF, le evidenziate criticità nella formulazione della norma si sono dimostrate tali da non suscitare l'interesse di alcuna società quotata italiana all'inserimento in statuto della suddetta previsione. In primo luogo, è difficoltoso ritrovare un interesse dei soci di controllo ad assumere una delibera che introduca un istituto che riduce sostanzialmente una parte di utile ad essi disponibile in sede di distribuzione per destinarla a soci di minoranza. Difatti, a differenza della maggiorazione di voto di cui all'art. 127-*quinquies* TUF, l'istituto in questione può essere applicato solo a vantaggio dei piccoli azionisti. Peraltro, un'ulteriore criticità nella formulazione della norma consiste nel precludere l'accesso al beneficio alle "minoranze qualificate", ossia agli azionisti di minoranza che siano comunque titolari di una partecipazione superiore allo 0,5% del capitale sociale, restando salva la facoltà di fissare una soglia inferiore nello statuto. In quest'ultima categoria possono rientrare gli investitori istituzionali, cosicché, in definitiva, l'art. 127-*quater*, TUF, non ne incentiva la presenza stabile nell'azionariato.

Ancora, è possibile rilevare che uno dei principali motivi di ritrosia delle società quotate italiane a ricorrere all'istituto del dividendo maggiorato sia rappresentato dalla presenza di dubbi di legittimità costituzionale cui si sottoporrebbe la norma per possibile violazione dell'art. 3 e 76 della Costituzione, ossia rispettivamente per la mancata riproduzione dello stesso meccanismo nelle società chiuse e per eccesso di delega. Ne deriva che, tanto le deliberazioni introducenti modifiche statutarie volte a prevedere la possibilità della maggiorazione del dividendo, quanto le singole deliberazioni che successivamente decidessero l'attribuzione differenziata dello stesso, potrebbero essere impugnate ovvero sottoposte ad azioni risarcitorie da parte di soci danneggiati dalla distribuzione non strettamente proporzionale del dividendo.

Sembra, pertanto, auspicabile un ripensamento della norma, sul modello a fattispecie aperta previsto nell'ordinamento tedesco, che non premia solo le azioni detenute per un certo periodo di tempo medio-lungo e che non sancisce limiti restrittivi alla percentuale di maggiorazione attribuibile, né ai soggetti che ne possano beneficiare. Ciò ampliirebbe la libertà dell'autonomia statutaria nell'articolazione del diritto e, conseguentemente, eliminerebbe quei limiti normativi che attualmente irrigidiscono la disciplina dell'istituto, facendo sì che la relativa applicazione non susciti interesse seppur a distanza di quasi otto anni dall'entrata in vigore della disposizione.

Infine, vi è da rilevare come l'introduzione dei due istituti in analisi possa essere spiegata anche in virtù del fenomeno della concorrenza tra ordinamenti, che ha spinto il sistema societario italiano a conformarsi alle disposizioni simili già presenti in molti ordinamenti europei. Infatti, soprattutto a seguito del trasferimento della sede legale di FCA in Olanda, il legislatore ha sentito l'esigenza di arginare la possibile fuga all'estero di altre società quotate italiane. In particolare, nel caso di FCA, il trasferimento di sede in Olanda è stato motivato con la necessità di adottare un sistema che assegni diritti di voto doppi ai soci stabili al fine di agevolare il mantenimento del controllo da parte di Exor, la holding della famiglia Agnelli, che detiene poco più del 30% di Fiat. Questa scelta, unitamente al contemporaneo trasferimento della sede fiscale a Londra, ha avuto come obiettivo quello di facilitare la costituzione di una base azionaria stabile e di premiare gli azionisti a lungo termine, fornendo contemporaneamente al gruppo una maggiore flessibilità nel perseguire opportunità strategiche in un momento in cui in Italia mancava una norma che garantisse tale possibilità⁴⁴⁹, sebbene non possa non rilevarsi come i benefici dal punto di vista fiscale abbiano avuto un ruolo preponderante nell'assunzione di una tale decisione.

⁴⁴⁹ ANDREA MALAN E MARIO CIANFLONE, *Fiat diventa Fca e trasloca: sede legale in Olanda, quella fiscale in Gb*, il Sole 24 Ore, 19 gennaio 2014.

Bibliografia

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

ABBADESSA P., PORTALE G., *"Le società per azioni"*, commentario al codice civile e norme complementari a cura di Mario Campobasso, Vincenzo Cariello, Umberto Tombari, Giuffrè 2016, Tomo I-II.

ABRIANI N., *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in N. Abriani - S. Ambrosini - O. Cagnasso - P. Montalenti, "Le società per azioni", in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, t. 1, Padova, 2010.

ABRIANI N., *Sub art. 2348 c.c.*, in "Il nuovo diritto societario", Commentario diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Zanichelli, 2004.

ABRIANI N., Commentario "Codice delle società", Utet ed. 2016.

ABRIANI N. - S. AMBROSINI - O. CAGNASSO - P. MONTALENTI, "Le società per azioni, in *Trattato di diritto commerciale*", diretto da G. Cottino, IV, t. 1, Padova, 2010.

ABRIANI N., "Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi", Giuffè, 2015.

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

ANGELICI C., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giurisprudenza Commerciale* 2015, fasc. 1.

ANGELILLIS A., M. VITALI, *sub art. 2351*, in *Commentario Marchetti alla riforma delle società*, Milano, 2008.

ANG. JAMES S., MEGGINSON, WILLIAM, *Restricted Voting Shares, Ownership Structure And The Market Value Of Dual Class Firms*, *Journal of financial research*, Winter89, Vol. 12 Issue 4.

ANITA ANAND, *Offloading the Burden of Being Public: an Analysis of Multiple Voting Shares Structure*, *Virginia Law and Business Review*, 2016/04/01, Vol: 10.

ANNUNZIATA F., "Il Testo Unico della Finanza: un bilancio dopo 15 anni", Egea, 2015.

ASSONIME, *Il recepimento della direttiva europea sui diritti degli azionisti con il d.lgs. 27 gennaio 2010, n.27: gli effetti sugli statuti delle società quotate e i nuovi termini per le assemblee*, Circolare Assonime 11/2010, in *Rivista delle Società* 2010.

ASSONIME, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, "Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato".

ATLANTE N., STELLA RICHTER JR M., *Il recepimento in Italia della direttiva sui diritti degli azionisti*, Studio n. 62-2010/1, a cura del Consiglio Nazionale del Notariato, 2010, p. 439 ss., reperibile nel sito www.notariato.it, sezione studi e materiali.

AA. VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*. Studi in onore di G.E. Colombo, Torino, 2011.

BALART, P.; FLAMAND, S.; TROUMPOUNIS, *Strategic Choice of Sharing Rule in Collective Context*, *O. Social Choice and Welfare*, 1 February 2016.

BARCELLONA E., *sub art. 127-quinquies TUF*, in "Le Società per Azioni", diretto da Pietro Abbadessa e Giuseppe Portale, ed. 2016.

BEBCHUK, *Letting Shareholders Set the Rules*, 119 Harv. L. Rev. 2006.

BIONE S., *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in Giur. comm., 2011, fasc. I.

BOOTH, *The Business Purpose Doctrine and the Limits of Equal Treatment in Corporation Law*, 38 SW.. L.J. 853, 1984.

BRUNO S., ricerca Luiss Cerardi-Georgeson, FTSE MIB, Proxy Season 2013, *“Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze”*.

BUONOCORE V., *Principio d’uguaglianza e diritto commerciale*, in Giur. Comm. 2008, fasc. I.

BUSANI A., *Le modifiche statutarie conseguenti alla legge sui diritti degli azionisti*, in Soc.2010, fasc. 1.

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

BUSANI A., CHIEFFI A., *Azioni di sviluppo con uno statuto pensato su misura*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 novembre 2013.

CAGNASSO O., PANZANI L., *“Le nuove spa”*, opera diretta da Zanichelli, 2010.

CAMERA DEL COMMERCIO E DELL’INDUSTRIA DI PARIGI (CCIP) *«Une action = Une voix»*, *Faut-il imposer une égalité entre participation au capital et détention du pouvoir?*, *Rapport de Monsieur Dominique Norguet présenté au nom de la Commission du droit*

de l'entreprise et de la Commission économique, financière et fiscale et adopté à l'Assemblée générale du 24 mai 2007, anche "Rapporto Norguet".

CALANDRA BUONAURA V., *il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. Comm.* 2005, fasc. I.

CAMPOBASSO M., "Diritto commerciale 2-diritto delle società", UTET 2015.

CAMPOBASSO M., "*La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alla società per azioni orizzontale*", in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2015.

CARIELLO V., *Azioni a voto potenziato, "voti plurimi senza azioni" e tutela de soci estranei al controllo*, *Rivista delle Società*, fasc.1, 2015.

CHIAPPETTA F., *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv. Soc.* 2005, p.495.

CIOCCA N., MARASÀ G., "I diritti degli azionisti delle società quotate", Giappichelli, Torino, 2015.

COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Verde. Il finanziamento a lungo termine dell'economia europea*, 25 marzo 2013.

Conférences des ordonnances de Louis XIV, Paris, 1719.

COTTINO G., BONFANTE G., CAGNASSO O., *Commentario "Il nuovo diritto societario"*, *Commentario diretto da Montalenti*, Zanichelli, 2004.

COX, "*Equal Treatment of Shareholders: An Essay*, *19 Cardozo Law review*", 1998

CUGNASCO R., *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2011.

DACCÒ A., *il recesso nelle s.p.a.*, in O.Cagnasso L.Panzani, “Le nuove spa”, Bologna 2011.

D’ATTORRE G., *il principio di uguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Giuffré, Milano, 2007.

DE LUCA N., *Problemi di fedeltà ed uguaglianza tra azionisti: riflessioni sull’art. 127-quater TUF*, in RDS 2012.

DE LUCA N., *Unequal Treatment and Shareholders Welfare Growth. “Fairness” V. “Precise Equality”*, in Riv. Soc. 2009, fasc. 4.

DE LUCA N., *Problemi di fedeltà ed uguaglianza tra azionisti: riflessioni sull’art. 127-quater TUF*, in RDS 2012.

DE LUCA N., *Partecipazione «azionaria» e tipicità delle società di capitali*, in Riv. dir. civ., 2004.

DE LUCA N., *Maggiorazione del dividendo o parità di trattamento: quale regola è più gradita ai mercati finanziari?*, reperibile nel sito http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/12032/de_luca.pdf

DE LUCA N., *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti (recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti di società quotate)*, in Banca, borsa e tit. cred., 2010.

DELL’OSSO A., *Commento sub art. 127-quinquies TUF*, in Codice delle società 2016, commentario a cura di Niccolò Abriani, Utet ed. 2016.

DELFINO M., *“The Introduction of Multiple Voting and Loyalty shares in Italy”*, American Lawyer, Jan2015 Supplement Global Mergers, Vol. 37.

EASTERBOOK-FISCHEL, "*Corporate Control Transactions*", 91 Yale L.J., 1982.

EASTERBOOK-FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1996.

EKLUND, JOHAN ERICK POULSEN, THOMAS, "*One share–one vote: evidence from Europe*", Applied Financial Economics, Apr. 2014, Vol. 24 Issue 7.

ESBJOKRN SEGELOD, *A comparison of managers' perceptions of short-termism in Sweden and the U.S.*, in International journal of production economics, 2 February 1999.

FARRANDO MIGUEL I., *Consideraciones sobre la prima de asistencia a las juntas de socios*, in Academia Matritense del Notariado, *La Junta General de las sociedades de capital. Cuestiones actuales*, Madrid, 2009.

FERRARINI G., "*Un'azione-un voto*": un principio europeo. *Rivista delle società*, fasc. 1, 2006.

FERRI G., *Azioni a voto plurimo e a voto maggiorato: profili tipologici*, *Rivista del notariato* 2015 fasc. 4.

FERRI G., ANGELICI C., FERRI G. B., *Manuale di diritto commerciale*. Utet, ed. 2016.

FERRO LUZZI P., *Le azioni di risparmio; "vingt ans apres"* in La riforma delle società quotate, Milano, 1998.

FRATINI M., GASPARRI G., *Il Testo unico della finanza*. No. 47. UTET Giuridica, 2012.

FRANK H. KNIGHT, *il significato di rischio e incertezza*, o Simon, *La razionalità in economia*, o Alchian, *Incertezza, evoluzione e teoria economica*.

GIAMPAOLINO C. F., *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, Giurisprudenza commerciale 2015, fasc. I.

GUIZZI G., *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi (Trasparenza, ponderazione, e imparzialità nell'amministrazione delle S.p.A.)*, Milano 2014.

GUIZZI G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corriere Giuridico* 2/2015.

GUIZZI G., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche all'OPA*, *Intervento al seminario tenutosi a Roma presso la Facoltà di giurisprudenza dell'Università La Sapienza il 7 novembre 2014*, in *Giur. Comm.* 2015.

GUERRIERI G., *Note introduttive. Il recepimento della direttiva shareholders' rights: il legislatore scommette ancora sulla voce degli azionisti di società quotate*, in *"La nuova disciplina dei diritti degli azionisti (d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27)"*, Commentario a cura di G. Guerrieri, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2011.

GROSSMAN-HART, *One share, one vote and the Market of Corporate Control*, in *Journal of financial economics*, 1998.

GUGLER, KLAUS, YORTOGLU, *"Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany"*, *European Economic Review* 2003.

HARRIS, MILTON, *"Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules"*, *Journal of financial economics*, 1988 vol:20 iss:1/2.

R.H. Hayes, W.J. Abernathy, *Managing Our Way to Economic Decline*, *Harvard Business Review* 58 (4) (1980) 67.

Hayes R.H., D.A. Garvin, *Managing as if Tomorrow Mattered*, Harvard Business Review 60 (3) (1982) 70.

HAYDEN G.M., BODIE M.T., “*The false promise of one share, one vote*”, in Legal Studies Research Paper series, Research paper No. 08-01.

HODGSON P., “*Loyalty shares v. one share - one vote: The Florange Act*”, Compliance Week; May 2016, Vol. 13 Issue 148.

HOGFELDT P., “*The history and politics of corporate ownership in Sweden*”, in “A history of corporate governance around the world” edited by R.Morck, University of Chicago press, Chicago 2007.

JACOBS M. T., *Short-Term America: The Causes and Cures of Our Business Myopia*, Harvard Business School Press, Cambridge, MA, 1991.

JENSEN, MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Capital Structure*, in Journal of financial economics, 1976.

KLÜHS H., *Präsenzbonus für die Teilnahme an der Hauptversammlung*, in ZIP, 2006.

KRAAKMANN R. et al., *Diritto commerciale comparato*, a cura di L. Enriques, Bologna, 2007.

KRAAKMANN R., ARMOUR J., HANSMANN H., *Legal Strategies for Reducing Agency Costs*, in *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, OUP.

LA MARCA E., *Azioni con voto maggiorato: primi spunti*, I battelli del Reno (rivista di diritto ed economia dell’impresa), 26 novembre 2014.

LAMANDINI M., *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche d'acquisto*, XXVIII Convegno di studio, Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati, Courmayeur, 2014.

LIBERTINI M., *Voto maggiorato, plurimo e modifiche OPA*, seminario su voto maggiorato, in *Giurisprudenza Commerciale* 2015, fasc. I.

MARASÀ G., *Voto plurimo, voto maggiorato e cooperative*, Banca Borsa Titoli di Credito 2016, pag. 1, fasc. 1.

MAFFEI ALBERTI A., "Commentario breve al diritto delle società", CEDAM, 2015.

MARCHETTI P., BIANCHI L. A., "La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza", Giuffrè, 1999.

MARCHISIO E., *La maggiorazione del dividendo*, in "I diritti degli azionisti delle società quotate", a cura di Nicoletta Ciocca e Giorgio Marasà, Giappichelli, Torino, 2015

MARCHISIO E., *La maggiorazione del voto (art.127-quinquies TUF): r̀compense al socio "stabile" o trucege del socio di controllo?*, Banca, borsa, titoli di credito, fasc.I.

MAROCCHI M., *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Contratto e impresa* 2014.

MARCHETTI P., et al. *Commentario alla riforma delle società*. EGEA: Giuffrè, 2008.

MARSH P., *Short-termism*, in: P. Newman, M. Milgate, J. Eatwell (Eds.), *The New Palgrave Dictionary of Money & Finance*, Macmillan, London, 1992.

Mayer, Firm Commitment. *Why the Corporation is Failing us and how to Restore Trust in it*, Oxford University press 2013.

MASSELLA DUCCI TERI B., *Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, RDC 2014.

MONTALENTI P., *Intervento in voto plurimo, voto maggiorato e modifiche dell'OPA*, Giur. Comm. 2015.

MONTALENTI P. E BALZOLA S., *La società per azioni quotata: estratto da Le nuove spa, opera diretta da Oreste Cagnasso, Luciano Panzani*. Zanichelli, 2010.

MOSCA C., *La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica d'acquisto e le altre novità in materia di soglie OPA*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2015.

MORERA U., MARCHISIO E., *Finanza, mercati, clienti e regole ... ma soprattutto persone*, in AGE, 2012.

MUCCIARELLI F. M., *Equal Treatment of Shareholders and European Union Law (commento al caso Audiolux, ECFR*, 2010.

MUCCIARELLI F. M., *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, Rivista delle società, 2004.

NICCOLINI G. E STAGNO D'ALCONTRES, "Società di capitali. Commentario.", Jovene, 2004.

NOCELLA S., in *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, Commentario a cura di G. Guerrieri, *sub art. 127-quater*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2011, p. 712 ss.

PACIELLO V.A., *Articolo 2437*, in *Società di capitali-Commentario Niccolini Stagno d'Alcontres*, Napoli, 2004.

POLLASTRO I., Voto plurimo e voto maggiorato: prime considerazioni su ricadute e prospettive, in Nuovo d. soc. 2015.

PORTER M. E., *Capital disadvantage: Americas Failing Capital Investment System*, Harvard Business Review 70 (5) (1992) 65.

PSARAKIS G., “*One share-one vote and the case for a harmonized capital structure*”, in European Business Law Review, 2008.

RAPPAPORT, “*Saving Capitalism from Short-termism, How to Build Long Term Value and Take Back our Financial Future*”, Mc Graw Hill, 2011.

Relazione al decreto legge 91/2014.

RESCIO G., *Le clausole di maggiorazione del dividendo nell'evoluzione delle società azionarie*, in AA. VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*. Studi in onore di G.E. Colombo, Torino, 2011.

RESCIO G., *sub art. 127-quater, TUF*, in “Il Testo unico della Finanza”, a cura di Fratini e Gasparri, 3, Utet.

RESCIO G., *Clausole di maggiorazione del dividendo ad incentivazione dell'azionariato attivo*, 2012, in Fondazione Italiana del Notariato.

ROLF SKOG, *The European Union's Proposed Takeover Directive, the “Breakthrough” Rule and the Swedish System of Dual Class Common Stock*, 2011.

SACCO GINEVRI A., *L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in RDS, 2012.

SAGLIOCCA M., *Il definitivo tramonto del principio un'azione un voto: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in Riv. Not. 2014, p. 922.

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

SANTORO, AUGUSTO; DI PALMA, CIRO; GUARNERI, PAOLO; CAPOGROSSO, ALESSANDRO, *“Deviations from the One Share - One Vote Principle in Italy: Recent Developments - Multiple Voting Rights Shares and Loyalty shares”*, Bocconi Press 2015.

SCIALOJA A., *Il voto plurimo nelle società per azioni*, in Foro.it, 1925, I, 758 ss.

SCOGNAMIGLIO G., *“Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell’OPA”*, Giurisprudenza commerciale fascicolo 1/2015, Giuffrè.

SPOLIDORO M. S., *Il voto plurimo: i sistemi europei, XXVIII Convegno di studio su Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati*, Fondazione centro Internazionale su diritto, società, economia, 20 settembre 2014.

STAGNO D’ALCONTRES, *Sub art. 2350*, in “Società di capitali” a cura di Niccolini e Stagno d’Alcontres, Jovene, 2004.

STELLA RICHTER JR. M., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, Rivista di diritto commerciale 2011, fasc. I.

STELLA RICHTER JR. M., *Prime considerazioni sul dividendo maggiorato*, Rivista Bancaria-Minerva Bancaria n. 5.6/2010.

STELLA RICHTER JR. M., *“Novità in tema di acquisto delle proprie azioni”*, in Riv. Soc. 2009.

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

The New Palgrave Dictionary of Money & Finance, Macmillan, London, 1992.

TOFFOLETTO A., LABIANCA G., *Commento sub art. 119*, Il Testo Unico della Finanza, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, Tomo II, Torino 2012.

TOMBARI U. E LUCIANO A. M., *Sub art. 127-quater TUF*, in “Le società per azioni”, commentario diretto da Pietro Abbadessa e Giuseppe B. Portale, Giuffrè 2016.

TOMBARI U., “*Maggiorazione del dividendo*” e “*maggiorazione del voto*”: verso uno statuto normativo per l’investitore di medio lungo periodo?, in Banca, Borsa, Titoli di credito, fasc. 3, 2016.

TOMBARI U., *sub art. 2351*, in Commentario “Le società per azioni”, diretto da P. Abbadessa, G. Portale, Giuffrè, 2016.

VENTORUZZO M., *The disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat*, ECGI-Law Working Paper No. 288/2015.

VENTORUZZO M., “Un’azione un voto, un principio da abbandonare?”, in Giur. Comm. 2015.

VITALI, M.L. 2007, *Le deviazioni dal principio di proporzionalità nell’esercizio del diritto di voto: un recente studio della Commissione Europea*, Rivista delle società, fasc. 4.

YU-FEN CHEN, *Does Institutional Short-termism Matters with Managerial Myopia?*, in Journal of business research, 2015.

ZINGALES L., *Insider Ownership and the decision to go public*, in Review of Economic Studies, 1995.

ZINGALES L., *Quel voto plurimo così opaco*, in Il Sole 24 Ore, 3 agosto 2014.

Giurisprudenza

Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima n. H.F.2
(*eseguibilità delle delibere non iscritte*- 1° pubbl. 9/04).

Consiglio Notarile di Milano, Massima n.19-10 marzo 2014, *Efficacia dell'iscrizione nel registro delle imprese delle modificazioni statutarie*.

Business Roundtable v. SEC, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990).

Nixon vs Blackwell, 626 A.2d 1366, 1376-78 (Del. 1993).

Toner v. Baltimore Envelope Co., 498 A.2d 642 (Md. 1985).

Delahousse v. Newhard, 785 S.W.2d 609, 609-14.

Sitografia

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, disponibile su giustiziacivile.com.

ABRIANI N. E BARCELLONA E., in risposta a Consob, *Proposte di modifica*, disponibile sul sito istituzionale www.consob.it.

ASSOGESTIONI, *Nota tecnica al voto maggiorato*, consultabile sul sito istituzionale.

ASSONIME, “Le assemblee delle società quotate: il d. lgs. N. 27 del gennaio 2010, le prime esperienze applicative nel 2011 e il decreto correttivo del 2012(d.lgs. n.91 del 18 giugno 2012)”, disponibile sul sito istituzionale.

BONANNI E., “Corporate Governance, il voto plurimo serve davvero?”, 6 dicembre 2015, reperibile su www.firstonline.info.

CENZI VENEZZE F., “The costs of Control-Enhancing Mechanisms: How Regulatory Dualism Can Create Value in the Privatization of State-Owned Firms in Europe”, disponibile su www.dash.harvard.edu.

CONSOB, *Rapporto 2013 sulla corporate governance delle società quotate italiane*. Roma, 18 novembre 2013, disponibile sul sito istituzionale.

CONSOB, *Proposte di modifiche al Regolamento Emittenti: esiti della consultazione*, 23 dicembre 2014, disponibile sul sito istituzionale.

CONSOB-BANCA D'ITALIA, Provvedimento congiunto sulla gestione accentrata, 22/2/2008, disponibile sul sito istituzionale.

DAVIES, *The Notion of Equality in European Take-Over Regulation*, 2002, consultabile su http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=305979.

DE LUCA N., *Maggiorazione del dividendo o parità di trattamento: quale regola è più gradita ai mercati finanziari?*, reperibile nel sito http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/12032/de_luca.pdf;

GRISERI P., *Fiat Chrysler Automobiles: sede in Olanda, fisco inglese e quotazione a New York*, 29 gennaio 2014, disponibile su repubblica.it.

Second Council Directive, 79/91/CEE, emendata dalla Council Directive 2006/68/EC, disponibile sul sito istituzionale.

LOPREIATO P., *L'abolizione del principio un'azione un voto. Analisi comparata di una rivoluzione copernicana*, 22 luglio 2015, disponibile su www.filodiritto.com.

Sterling-ECGI, ISS-Shearman. *"Report on the proportionality principle in the European Union."* (2007), disponibile al link: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf.

ZINGALES L., "Il voto plurimo e il rischio di fuga di capitali dall'Italia", 3 febbraio 2015, reperibile su www.wallstreetitalia.com