



**Dipartimento
di Impresa e Management**

Cattedra di Diritto Commerciale

**Diritti amministrativi nelle S.p.A.
Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione
nel diritto di voto.**

Prof. Raffaele Lener

RELATORE

Matr. 213481
Gabriele Del Noce

CANDIDATO

Anno Accademico 2018/2019

*Alla mia famiglia,
ai miei amici,
a mio nonno Francesco.*

SOMMARIO

INTRODUZIONE	6
Capitolo 1 - Il procedimento assembleare ed il diritto di intervento dei soci	8
1.1 - Gli organi delle s.p.a	8
1.2 - L'assemblea: nozioni e poteri	10
1.2.1 Il procedimento assembleare	11
1.2.2 Svolgimento dell'assemblea	14
1.3 - I sistemi di Governance	16
1.3.1 Sistema dualistico	17
1.4 - Diritto di intervento	21
Capitolo 2 - Azioni ordinarie vs categorie speciali di azioni e strumenti finanziari partecipativi	24
2.1 – Aspetti Generali	24
2.1.1 Le azioni ordinarie.....	24
2.2 - Le categorie speciali di azioni	26
2.2.1 Azioni postergate	27
2.2.2 Azioni senza voto, limitato, subordinato	28
2.2.3 Azioni correlate	30
2.2.4 Azioni di risparmio	32
2.2.5 Azioni di godimento	33
2.2.6 Azioni riscattabili	34
2.2.7 Azioni a favore dei prestatori di lavoro	35
2.3 - Strumenti finanziari partecipativi.....	36
Capitolo 3 - Azioni a voto plurimo ed Azioni a voto maggiorato	38
3.1 - Premessa generale e sviluppo nel tempo delle azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto	38
3.1.1 Azioni a voto plurimo.....	40
3.1.2 Azioni a voto maggiorato	43
3.2 - Caso Fiat-Chrysler Automobiles NV (“FCA”).....	46
CONCLUSIONI	48
BIBLIOGRAFIA	49
SITOGRAFIA	51

INTRODUZIONE

Alla base di questo lavoro vi è l'analisi, da molteplici punti di vista, dei diritti che vengono attribuiti a un soggetto e attraverso i quali quest'ultimo assume la qualità di socio all'interno delle società per azioni. La tesi prosegue con lo studio del fenomeno delle azioni a voto multiplo e della maggiorazione del diritto di voto all'interno delle società e del loro sviluppo nel tempo.

Le ragioni che mi hanno portato ad approfondire tale tema sono legate principalmente all'interesse per la struttura della società per azioni, alle differenti tipologie di azioni che quest'ultima può emettere e del modo in cui vengano modificati i diritti dei soci al suo interno.

La tesi si articola in tre capitoli: nel primo capitolo è stata condotta un'analisi degli organi delle società per azioni, la quale si sofferma sulle varie differenze strutturali in base al tipo di modello utilizzato tra quello tradizionale, monistico e dualistico. Inoltre, alla fine del primo capitolo, si esamina il fenomeno del diritto di intervento e il modo in cui in alcuni casi possa essere limitato o subordinato a materie specifiche. In particolare, nello studio di questo fenomeno, si discute di come il legislatore abbia optato per la necessaria connessione tra intervento e voto in assemblea.

Nel secondo capitolo si opera una distinzione tra azioni ordinarie e speciali categorie di azioni. Le prime rappresentano la frazione minima del capitale sociale, hanno lo stesso valore nominale e, di conseguenza, conferiscono gli stessi diritti ai loro titolari.

Le categorie speciali di azioni, invece, attribuiscono diritti diversi dalle azioni ordinarie e possono essere create attraverso lo statuto o con successive modifiche.

La presenza di tale categoria comporta il fatto che all'interno della società sia presente non solo l'assemblea ordinaria, ma anche un'assemblea speciale della categoria in questione.

Infine, nel terzo capitolo viene analizzato il fenomeno delle azioni a voto plurimo e delle azioni a voto maggiorato e del loro sviluppo nel tempo. In quest'ultima parte dell'elaborato vengono evidenziati i pareri, spesso discordanti, di economisti e giuristi sulla possibilità di emettere tali azioni e la facoltà concessa ai soci di recedere. Infine, in merito a tali azioni, la tesi si conclude analizzandone caratteristiche, vantaggi e punti di debolezza. Uno dei punti di debolezza può essere spiegato dal caso pratico riportato nell'ultimo paragrafo: l'operazione che ha permesso l'incorporazione di Fiat S.p.A nella controllata olandese Fiat Investments NV, con il nome in Fiat Chrysler Automobiles NV ("FCA").

Capitolo 1- Il procedimento assembleare ed il diritto di intervento dei soci

1.1 - Gli organi delle s.p.a

La società per azioni è caratterizzata dalla presenza di tre organi distinti e fondamentali, ognuno incaricato per legge da funzioni specifiche e competenze distintive:

a) *l'assemblea dei soci, organo con funzioni esclusivamente deliberative i cui poteri sono per legge (artt. 2364-2365) circoscritti alle decisioni più importanti dell'assemblea della società. Peraltro, l'attività deliberativa relativa alla gestione della società non è di competenza del Consiglio di Amministrazione;*

b) *un organo amministrativo al quale è affidata la gestione della società e che, nell'esercizio di tale funzione, ha per legge ampi poteri decisionali. Anche gli amministratori hanno la rappresentanza legale della società e sono responsabili dell'attuazione, sotto la propria responsabilità, delle deliberazioni dell'assemblea e del compimento di tutti gli atti di gestione.*

c) *l'organo di controllo interno, con funzioni di controllo sull'amministrazione della società.*

Gli amministratori sono rieleggibili, ma possono essere revocati dall'assemblea in qualsiasi momento e, in mancanza di giusta causa, hanno diritto al risarcimento del danno.”¹

Il divieto di concorrenza è un tema molto importante per gli amministratori, esso “*vieta agli amministratori di assumere la qualità di socio illimitatamente responsabile in società concorrente, né esercitare un'attività concorrente per conto proprio o di terzi, né essere amministratore o direttore generale di una società concorrente, salvo autorizzazione dell'assemblea.*”²

Gli amministratori devono svolgere i loro compiti con la diligenza prevista per la natura dell'incarico e sulla base delle loro specifiche competenze devono perseguire tre responsabilità fondamentali:

- Responsabilità verso la società: esercitata nel caso in cui gli amministratori non adempiono ai doveri o quando in caso di fatti pregiudizievoli, non hanno impedito il compimento o eliminato le conseguenze dannose.
- Responsabilità verso i creditori sociali: esercitata quando si verifichi l'inosservanza degli obblighi inerenti alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale.

¹ G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale. Diritto delle società II Vol., Utet Giuridica, VI edizione*

² G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale. Diritto delle società II Vol., Utet Giuridica, VI edizione*

Tale azione viene esercitata dal curatore fallimentare su proposta dei creditori sociali quando il capitale risulta insufficiente per soddisfarli in caso di fallimento.

- Responsabilità verso i singoli soci e terzi non creditori: esercitata quando essi siano stati direttamente danneggiati da atti dolosi o colposi commessi dagli amministratori.

Per quanto riguarda l'amministrazione e il controllo, il Codice Civile del 1942 prevedeva un unico sistema fondato sulla presenza di due organi, entrambi nominati dall'assemblea dei soci:

1) l'organo amministrativo (amministratore unico o consiglio di controllo amministrazione)

2) il collegio sindacale, il quale inizialmente svolgeva anche funzioni di controllo contabile.

A seguito della riforma del 1998 per le sole società quotate e con la riforma del 2003 anche per le altre S.p.A., la revisione legale dei conti è stata tuttavia revocata al Collegio Sindacale ed affidata ad un organo di controllo esterno alla società: il revisore legale o la società di revisione (art. 2409-bis).

“Il sistema tradizionale affida il controllo al collegio sindacale: organo necessariamente collegiale, composto da tre o cinque membri effettivi e due supplenti, nominati dell’atto costitutivo e successivamente dall’assemblea ordinaria, tra i soci o tra persone estranee. I componenti del collegio devono avere particolari requisiti di idoneità, di indipendenza e di onorabilità, restano in carica per tre anni e possono essere revocati solo per giusta causa. A tale organo sono affidate numerose funzioni, tra cui:”³

- Vigilare sull’osservanza della legge e dello statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione e sull’adeguatezza dell’assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società.
- Assistere obbligatoriamente alle riunioni del consiglio di amministrazione e dell’eventuale comitato esecutivo.
- Ogni sindaco o l’intero collegio, se lo richiedono, possono ricevere dagli amministratori notizie sull’andamento delle operazioni sociali.
- Controllare l’attività dell’assemblea, assistendo alle adunanze ed avendo la facoltà di impugnare le deliberazioni prese in difformità della legge o dell’atto costitutivo.
- Richiedere la riduzione del capitale sociale per perdite, qualora l’assemblea non vi abbia provveduto.

Nel sistema dualistico l’organo a cui fa capo il controllo sulla gestione è il consiglio di sorveglianza. Esso è costituito da soci o non soci, non inferiori a tre, i quali rimangono in carica per un triennio e sono rieleggibili e revocabili dall’assemblea. *“Funzione preminente del*

³ <https://www.pmi.it/professionisti/regole-e-compensi/195678/corporate-governance-sistema-tradizionale-monistico-o-dualistico.html>

consiglio di sorveglianza è quella di controllo e vigilanza tipica del collegio sindacale, ma le sue funzioni sono anche altre. In particolare, ad esso spetta, tra le altre attribuzioni, quella, sottratta all'assemblea, di approvare il bilancio di esercizio e, se previsto, quello consolidato."⁴

Infine, nel sistema monistico le funzioni di controllo sono affidate ad un comitato per il controllo sulla gestione, il quale è composto da amministratori che non svolgono funzioni di gestione e da almeno un membro che essere scelto tra i revisori legali iscritti nell'apposito registro. Ad esso sono "attribuite funzioni di vigilanza inerenti alla adeguatezza della struttura organizzativa societaria, del sistema di controllo interno, amministrativo e contabile, oltre agli ulteriori compiti che gli affida il consiglio di amministrazione."⁵

1.2 - L'assemblea: nozioni e poteri

L'assemblea è l'organo composto dai soci con la funzione di formare la volontà della società per le materie riservate alla sua competenza secondo la legge o lo statuto.

L'assemblea è l'organo collegiale il quale prende le decisioni secondo il principio maggioritario. "La volontà espressa dai soci riuniti in assemblea, che rappresentano determinate aliquote del capitale sociale (maggioranza di capitale), vale come volontà della società e vincola tutti i soci, anche se assenti o dissenzienti, purché siano state rispettate le norme che regolano il procedimento assembleare (art. 2377, 1° comma)."⁶

L'assemblea si distingue in: ordinaria e straordinaria ed in seguito alla riforma del 2003, le competenze dell'assemblea ordinaria si differenziano a seconda del sistema di amministrazione e di controllo adottato. Nelle società che adottano il sistema tradizionale o quello monistico, da quanto stabilito dall'articolo 2364, "l'assemblea in sede ordinaria:

- 1) approva bilancio;
- 2) nomina e revoca gli amministratori, i sindaci e il presidente del collegio sindacale e, quando previsto, il soggetto incaricato di effettuare la revisione legale dei conti;
- 3) determina il compenso degli amministratori e dei sindaci, se non è stabilito nello statuto;
- 4) delibera sulla responsabilità degli amministratori e dei sindaci;
- 5) delibera sugli altri oggetti attribuiti dalla legge alla competenza dell'assemblea, nonché sulle autorizzazioni eventualmente richieste dallo statuto per il compimento di atti amministrativi, ferma in ogni caso la responsabilità di questi per gli atti compiuti;
- 6) approva l'eventuale regolamento dei lavori assembleari (art.2364, 1° comma)."

⁴ G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale. Diritto delle società II Vol.*, Utet Giuridica, VI edizione

⁵ *Diritto Commerciale in rete-Costituzione dell'assemblea e maggioranze*

⁶ G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale. Diritto delle società II Vol.*, Utet Giuridica, VI edizione

1.2.1 - Il procedimento assembleare

L'organo amministrativo è il soggetto che, da quanto stabilito dalla legge, può convocare l'assemblea ogni qualvolta lo ritenga opportuno.

Tuttavia, la convocazione dell'assemblea da parte degli amministratori è obbligatoria in una serie di casi previsti dalla legge, *“In particolare, gli amministratori:*

a) devono convocare l'assemblea ordinaria almeno una volta all'anno, entro il termine stabilito dallo statuto che comunque non può essere superiore ai centoventi giorni dalla chiusura dell'esercizio per consentire l'approvazione del bilancio. Lo statuto può stabilire un termine maggiore, non superiore comunque a centottanta giorni, nel caso di società tenute alla redazione del bilancio consolidato, o quando lo richiedono particolari esigenze relative alla struttura ed all'oggetto della società (articolo 2364, 2° comma).

b) devono convocare senza ritardo l'assemblea quando ne sia fatta richiesta da tanti soci che rappresentano almeno il decimo del capitale sociale (il ventesimo nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio) o la minore percentuale prevista dallo statuto e nella domanda siano indicati gli argomenti da trattare. Se gli amministratori, oppure i sindaci non provvedono, la convocazione dell'assemblea è ordinata con decreto dal tribunale, il quale designa anche la persona che deve presiederla (art.2367). Il tribunale, da quanto stabilito dalla legge, dovrà sentire preventivamente l'organo amministrativo e di controllo della società e convocherà l'assemblea solo se il rifiuto degli stessi risulti ingiustificato, al fine di evitare possibili abusi da parte dei soci di minoranza.”⁷

La convocazione dell'assemblea è disposta dal tribunale o dall'amministratore giudiziario nei casi previsti dall'art. 2409, ed è convocata nel comune nel quale ha sede la società e non più necessariamente nella sede della società, ad eccezione di diversa disposizione da parte dello statuto (art. 2363). Di conseguenza, è necessaria un'espressa previsione statutaria affinché sia valida la convocazione disposta in luogo diverso dal comune in cui la società ha la propria sede legale.

Inoltre, la convocazione dell'assemblea deve essere disposta dal collegio sindacale:

- a) qualvolta ogni la convocazione sia obbligatoria e gli amministratori non vi abbiano provveduto (art. 2406);*
- b) quando vengono a mancare tutti gli amministratori o l'amministratore unico (art. 2386);*
- c) in base all'attuale disciplina il collegio sindacale può inoltre convocare l'assemblea, previa comunicazione al presidente del consiglio di amministrazione, qualora nell'espletamento del*

⁷ G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale. Diritto delle società II Vol, Utet Giuridica, VI edizione*

suo incarico ravvisi fatti censurabili di rilevante gravità e vi sia necessità di provvedere. (art. 2406, 2° comma).⁸

Nel caso delle società non quotate, la convocazione è disposta mediante avviso da pubblicare sulla Gazzetta Ufficiale della Repubblica, avviso che deve essere pubblicato almeno quindici giorni prima di quello fissato per l'assemblea e, inoltre, lo statuto delle società non quotate può consentire la convocazione mediante avviso comunicato ai soci con almeno otto giorni di anticipo, con modalità che consentano la ricezione dell'avviso.

Per le società quotate, l'avviso di convocazione deve essere pubblicato almeno trenta giorni prima della data dell'assemblea sul sito internet della società, nonché nelle altre forme ed entro i termini indicati dalla Consob.⁹

La preventiva convocazione serve a consentire a tutti gli aventi diritto di partecipare all'assemblea e permette inoltre di conoscere gli argomenti che saranno oggetto della deliberazione. Nel caso in cui la convocazione o la convocazione nelle forme previste dalla legge non sia più valida, l'assemblea è validamente costituita quando è presente l'intero capitale sociale (con diritto di intervento) e partecipa la maggioranza dei membri degli organi di amministrazione e controllo. È altresì previsto che le deliberazioni debbano essere immediatamente comunicate alle persone assenti.

L'assemblea totalitaria può deliberare su qualsiasi argomento, ma la sua struttura è precaria e instabile perché ciascuno dei partecipanti può opporsi alla discussione di alcuni argomenti sui quali non si sente sufficientemente informato, impedendo quindi che si giunga ad una delibera su tale punto.

Per essere approvate, le deliberazioni devono ottenere il voto favorevole della maggioranza dei soci previsto dalla legge o dallo statuto e le deliberazioni approvate dalla maggioranza vincolano tutti i soci, anche quelli assenti o dissenzienti.

La disciplina delle maggioranze (o quorum) delle assemblee è un complesso sistema di regole che ha un duplice obiettivo, da un lato facilita la capacità decisionale dell'assemblea, che richiede il raggiungimento di maggioranze non eccessivamente elevate per evitare la paralisi dell'organo. D'altro vi è quello di tutelare adeguatamente la minoranza, in modo da consentirle di svolgere un ruolo importante nell'assunzione di decisioni che riguardano e vincolano tutti i membri.¹⁰

Per *quorum costitutivo* si intende la parte del capitale sociale che deve essere rappresentata in assemblea per poter essere adeguatamente costituita e poter iniziare la propria attività, mentre

⁸ G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale. Diritto delle società II Vol, Utet Giuridica, VI edizione*

⁹ G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale. Diritto delle società II Vol, Utet Giuridica, VI edizione*

¹⁰ G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale. Diritto delle società II Vol, Utet Giuridica, VI edizione*

per *quorum* deliberativo si intende la parte del capitale sociale che deve essere espressa a favore di una determinata delibera per poter essere approvata.

Deve essere fatta una distinzione per quanto riguarda le norme che disciplinano il *quorum* costitutivo e deliberativo per l'assemblea ordinaria e per l'assemblea straordinaria nelle varie convocazioni. *“L'assemblea ordinaria in prima convocazione è regolarmente costituita quando è rappresentata almeno la metà del capitale sociale con diritto di voto nell'assemblea medesima. Il quorum costitutivo è accertato all'inizio dell'assemblea e persiste durante tutto lo svolgimento della stessa. Essa delibera col voto favorevole della metà più una (maggioranza assoluta) delle azioni che hanno preso parte alla votazione per quella determinata delibera.”*¹¹

Nessun *quorum* costitutivo è richiesto per l'assemblea ordinaria seconda convocazione, che può perciò validamente deliberare qualunque sia la parte del capitale rappresentato in assemblea e le delibere sono approvate se riportano il voto favorevole della maggioranza delle azioni che hanno preso parte alla votazione, al fine di evitare la paralisi decisionale dell'assemblea.

La disciplina delle assemblee straordinarie è diversa a seconda che la società faccia o meno ricorso al mercato del capitale rischio. Per le assemblee straordinarie delle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio la disciplina attuale è rimasta immutata per quanto riguarda la prima convocazione. Non è espressamente previsto un *quorum* costitutivo, come invece stabilito per l'assemblea ordinaria, anche se lo stesso risulta indirettamente dal fatto che il *quorum* stesso è rappresentato da aliquote dell'intero capitale sociale con diritto di voto e non del solo capitale intervenuto in assemblea.

Nella prima convocazione l'assemblea straordinaria delibera col voto favorevole dei soci che rappresentano più della metà del capitale sociale, mentre per la seconda convocazione, la riforma del 2003 ha invece introdotto una differenziazione fra *quorum* costitutivo e *quorum* deliberativo. *“L'assemblea straordinaria di seconda convocazione è infatti regolarmente costituita con la partecipazione di oltre un terzo del capitale sociale e delibera con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea.”*¹²

Per le società facenti ricorso al mercato del capitale di rischio, la disciplina è stata più volte modificata e prevede una distinzione tra *quorum* costitutivo e *quorum* deliberativo.

Se la società adotta il sistema a pluralità di convocazioni, il quorum costitutivo minimo è dato da almeno la metà del capitale sociale in prima convocazione e più di un terzo in seconda convocazione.

¹¹ *Diritto Commerciale in rete-Costituzione dell'assemblea e maggioranze*

¹² *Art.2369,3° comma*

Per i quorum deliberativi è stabilito che l'assemblea straordinaria deliberi, sia in prima sia in seconda convocazione, con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea.¹³

Lo statuto può modificare solo in aumento le maggioranze previste per l'assemblea ordinaria di prima e seconda convocazione e quelle dell'assemblea straordinaria.

Inoltre, è consentito che lo statuto preveda convocazioni ulteriori sia dell'assemblea ordinaria che straordinaria alle quali verranno applicate le disposizioni della seconda convocazione.

1.2.2 - Svolgimento dell'assemblea

All'interno dello statuto è indicato il soggetto che deve presiedere la riunione, ma in mancanza, la persona è eletta dalla maggioranza dei presenti. Il presidente è affiancato da un segretario designato nello stesso modo, ma la sua collaborazione non è indispensabile quando il verbale della riunione è redatto da un notaio.

La funzione del presidente è quella di dirigere lo svolgimento dei lavori assembleari, assicurandosi che essa si svolga in modo ordinato e nel rispetto dell'eventuale regolamento di assemblea.

L'attuale disciplina prevede che il presidente verifichi la regolarità della costituzione dell'assemblea, accerti l'identità e la legittimazione dei presenti, regoli lo svolgimento, ed accerti i risultati della votazione.

Al presidente vengono conferiti dei poteri che si distinguono in poteri propri e poteri derivati. *I primi sono attribuiti dalla legge alla sua competenza e comprendono: la facoltà di dichiarare aperta e chiusa la seduta, porre in discussione gli argomenti all'ordine del giorno, regola gli interventi e moderare il dibattito, mettere a votazione le diverse proposte e proclama i risultati.*

I secondi sono quelli rimessi alla discrezionalità dell'assemblea poiché non vengono conferiti dalla legge, dallo statuto o dal regolamento assembleare. Per poteri derivati si intendono le decisioni adottate dal presidente come interprete della volontà dell'assemblea, come ad esempio: scelta del sistema di votazione, sospensione o scioglimento della riunione.

Nello svolgimento dell'assemblea al presidente vengono attribuiti ulteriori compiti, come avviene all'interno della fase di discussione dove egli potrà e dovrà adottare i provvedimenti necessari per prevenire e/o impedire un esercizio non corretto del diritto di discussione. Il presidente potrà fissare la durata massima degli interventi o togliere la parola al socio che si dilunghi eccessivamente o dilaghi nella fase in cui ogni votante che abbia il diritto a prendere

¹³ G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale. Diritto delle società II Vol.*, Utet Giuridica, VI edizione

*parte alla discussione cerca di orientare la decisione degli altri soci evolvendosi verso comportamenti ostruzionistici che turbino l'ordinato svolgimento dell'assemblea.*¹⁴

Per evitare comportamenti ostruzionistici da parte della minoranza viene utilizzato il diritto di rinvio, *“il quale può essere esercitato una sola volta per lo stesso oggetto”* (art.2374).

I soci presenti all'assemblea, che raggiungono un terzo del capitale sociale rappresentato in assemblea, hanno diritto di chiedere e ottenere il rinvio dell'assemblea per non più di cinque giorni, qualora dichiarino di non essere sufficientemente informati sugli argomenti in discussione. Il riconoscimento di tale diritto si fonda sulla necessità di consentire agli azionisti non appartenenti al gruppo di comando di partecipare alla discussione e di esercitare consapevolmente il diritto di voto. Tuttavia, non esiste alcun articolo che imponga agli amministratori di fornire all'assemblea informazioni aggiuntive rispetto a quelle richieste dalla legge, come se la loro divulgazione potesse arrecare pregiudizio agli affari sociali della società.

Al fine di garantire l'esercizio informato del diritto di voto, un ruolo centrale è svolto dalla Consob, la quale ha poteri regolamentari e di controllo sulle informazioni fornite dall'assemblea. Nelle società quotate gli amministratori sono tenuti a mettere a disposizione del pubblico, sul sito internet della società e con le altre modalità previste dalla Consob, entro il termine per la convocazione dell'assemblea, una relazione sulle proposte relative alle tematiche all'ordine del giorno.

Per quanto riguarda i sistemi di voto ammessi in assemblea, nulla è previsto dalla normativa, pertanto le modalità di esercizio del voto sono di volta in volta liberamente stabilite. Tuttavia, il voto a scrutinio segreto non è ammissibile, in quanto la chiara espressione del voto serve ad individuare i soci in conflitto di interessi, *“nonché coloro che non sono d'accordo per poter impugnare le deliberazioni dell'assemblea (art. 2377) e recedere”* (art. 2437).¹⁵

Infine, i verbali sono trascritti nell'apposito libro delle assemblee e le deliberazioni dell'assemblea tenute dagli amministratori e le deliberazioni dell'assemblea devono essere riportate nei verbali firmati dal presidente e dal segretario o dal notaio nel caso di assemblee straordinarie.

La legge prevede che il verbale deve indicare la data dell'assemblea, l'identità dei partecipanti e il capitale da ciascuno rappresentato; deve inoltre indicare le modalità e l'esito della votazione e deve consentire, anche mediante allegato, l'identificazione dei soci favorevoli, astenuti o dissenzienti.

¹⁴ G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale. Diritto delle società II Vol, Utet Giuridica, VI edizione*

¹⁵ G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale. Diritto delle società II Vol, Utet Giuridica, VI edizione*

1.3 - I sistemi di Governance

Dal 1° gennaio 2004, la legge riconosce alle società la possibilità di scegliere tra tre diversi modelli di gestione e di controllo, detti anche modelli di governance: il modello tradizionale, monistico e dualistico.

Il sistema tradizionale, detto anche ordinario, prevede la presenza di due organi: il primo è un Consiglio di Amministrazione a cui è affidata la funzione amministrativa, il secondo è un Collegio Sindacale con funzioni di controllo sull'amministrazione ed entrambi sono nominati dall'assemblea. In questo modello si evidenziano due tratti essenziali: il primo è sicuramente un importante controllo dell'assemblea sul consiglio di amministrazione ed una netta separazione tra attività amministrativa e di controllo.

Tale sistema, infatti, prevede che la nomina e la revoca degli amministratori spetti all'assemblea ordinaria, ad eccezione delle ipotesi di revoca disposte dal tribunale nel quale *“in presenza di gravissime irregolarità e di revoca disposta dallo stato o da enti pubblici per gli amministratori da essi nominati”*.¹⁶ Inoltre, nel sistema ordinario il Consiglio di Amministrazione ha il compito di gestire la società nei limiti e nel rispetto dell'oggetto sociale ed inoltre si impegna a rappresentare la società stessa nei confronti dei terzi.

Il sistema monistico (di ispirazione anglosassone) prevede l'elezione da parte dell'assemblea di un Consiglio di Amministrazione al cui interno viene designato un Comitato per il controllo sulla gestione. A quest'ultimo sono affidati compiti di vigilanza simili a quelli del Collegio Sindacale e gli amministratori che lo costituiscono possiedono particolari requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza.

Il modello monistico è molto importante nel contesto anglosassone in quanto risponde alle esigenze di aziende quotate in borsa e che hanno una struttura azionaria spesso composta da piccoli risparmiatori, il cui interesse ultimo è quello di delegare l'attività di gestione ad un comitato.

La gestione è affidata al Consiglio di Amministrazione, che è responsabile della nomina e della revoca (anche senza giusta causa) dei membri dell'organo di controllo, mentre la revisione contabile è effettuata da un revisore o da una società di revisione esterna alla quale l'assemblea conferisce il mandato.

Il sistema dualistico (di ispirazione tedesca) prevede invece la presenza di due organi speciali, al cui interno sono suddivise le funzioni di amministrazione e controllo: il Consiglio di Sorveglianza, i cui membri sono eletti dall'assemblea dei soci, e il Consiglio di Gestione, eletto dal Consiglio di Sorveglianza. *“La gestione aziendale è affidata al Consiglio di Gestione che ha*

¹⁶ Articolo 2449 Codice Civile

l'esclusiva responsabilità della gestione dell'impresa e compie tutte le operazioni necessarie all'attuazione dell'oggetto sociale"¹⁷, mentre al Consiglio di Sorveglianza è affidato il potere di controllo, con il quale nomina e revoca i componenti dell'organo amministrativo.

Sia il modello monistico che quello dualistico si differenziano dal modello tradizionale perché non prevedono una netta separazione tra l'organo che gestisce la società e l'organo che controlla tale gestione.

In conclusione, all'interno di tale modello il controllo contabile viene attuato da un organo esterno di nomina assembleare.

1.3.1 - Sistema dualistico

La riforma del diritto societario (Decreto Legislativo del 17 gennaio 2003, n. 6) ha previsto la possibilità di scegliere tra diversi modelli di amministrazione e controllo. *"Il sistema dualistico è caratterizzato dalla presenza di due distinti organi collegiali, fra i quali sono ripartite le funzioni di amministrazione e controllo: il consiglio di sorveglianza (supervisoryboard), eletto dall'assemblea dei soci, e il consiglio di gestione (management board), eletto dal consiglio di sorveglianza."*¹⁸

A quest'ultimo sono attribuite le più importanti funzioni dell'assemblea ordinaria edove *"la proprietà non nomina gli amministratori e non approva il bilancio, ma decide sull'elezione del consiglio di sorveglianza, organo misto di gestione e controllo, così determinando indirettamente le linee del programma economico e le modifiche strutturali della società."*¹⁹

In questo sistema di amministrazione e controllo, l'amministrazione della società è di esclusiva competenza del consiglio di gestione, che può compiere tutti gli atti necessari per l'attuazione dell'oggetto sociale ed ha funzioni corrispondenti a quelle del consiglio di amministrazione nel sistema tradizionale. A differenza del modello tradizionale, la gestione non può essere affidata ad un solo amministratore; tale organo, infatti, è composto da un numero di membri, anche non soci, non inferiore a due. Al consiglio di gestione è quindi affidata l'esclusiva responsabilità della gestione della società e i suoi amministratori sono inizialmente nominati inizialmente all'interno dello statuto sociale, successivamente la loro nomina è riservata alla competenza del consiglio di sorveglianza. Lo statuto deve indicare il numero dei membri del consiglio di gestione e può anche prevedere un numero fisso di membri o indicare il numero minimo e massimo. Tali amministratori durano in carica per un periodo non superiore a tre esercizi, scadono alla data della riunione del Consiglio di Sorveglianza convocata per l'approvazione del bilancio del terzo

¹⁷ <https://www.pmi.it/professioni/regole-e-compensi/195678/corporate-governance-sistema-tradizionale-monistico-o-dualistico.html>

¹⁸ SAPG-Studio legale e tributario, *IL sistema dualistico e di amministrazione e controllo*

¹⁹ G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale. Diritto delle società II Vol, Utet Giuridica, VI edizione*

esercizio (art. 2409) e sono rieleggibili senza limiti, salvo diverse disposizioni statutarie. Si precisa che i membri del consiglio di gestione possono essere revocati dal consiglio di sorveglianza in qualsiasi momento, anche se nominati nello statuto, fermo restando il diritto al risarcimento del danno se la revoca avviene senza giusta causa. Disposizioni diverse sono previste nel caso in cui questi ultimi siano nominati dallo Stato o da un ente pubblico, poiché in tal caso la revoca può essere attuata solo dallo Stato stesso.

Per quello che riguarda le cause di ineleggibilità e di decadenza la dottrina è la stessa che vale per il modello tradizionale, di conseguenza *“alla carica di consigliere di gestione non può essere nominato un interdetto, un inabilitato, un fallito o chi è stato condannato ad una pena che comporta l’interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici o l’incapacità ad esercitare uffici direttivi”*. A tali cause di ineleggibilità si aggiunge quella per la quale i consiglieri di gestione non possono essere nominati consiglieri di sorveglianza, perché uno stesso soggetto non può far parte contemporaneamente del consiglio di gestione e del consiglio di sorveglianza di una stessa società da quanto stabilito dall’ art. 2409-novies, quarto comma c.c.

Tuttavia, nel caso in cui uno o più di loro dovessero venire a mancare nel corso dell’esercizio, il consiglio di sorveglianza provvederà alla loro sostituzione.

L’art 2380-bis c.c. attribuisce la nomina del presidente del consiglio di amministrazione al consiglio stesso, *“ove non vi provveda l’assemblea”*.

Il sistema dualistico di governance prevede la compresenza di un secondo organo consiliare, il consiglio di sorveglianza. Le sue caratteristiche sono: *“tendenziale estraneità ai compiti di amministrazione attiva; funzione di controllo sul consiglio di gestione; attuazione, nella propria competenza, di molte delle funzioni spettanti nel sistema legale dell’assemblea e dei compiti del collegio sindacale, quest’ultimo organo del tutto assente, infatti, dal modello in questione”*.²⁰

L’art 2409 c.c. stabilisce che, *“salvo maggior numero previsto dallo statuto, il consiglio di sorveglianza si compone di un numero di membri, anche non soci, non inferiore a tre.”*

Quanto ai primi sono nominati nell'atto costitutivo e successivamente dall'assemblea ordinaria che ne determina di volta in volta il numero entro i limiti statutarî.

“La legge o lo statuto possono tuttavia riservare la nomina di uno o più consiglieri di sorveglianza allo stato o ad enti pubblici purché abbiano partecipazioni nella società”.²¹

Per la nomina di tali membri occorrono dei requisiti soggettivi come: qualità professionali, di indipendenza e di onorabilità, inoltre si richiede che almeno un membro appartenente al consiglio sia iscritto nel registro dei revisori contabili istituito presso il Ministero della Giustizia.

²⁰ G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale. Diritto delle società II Vol, Utet Giuridica, VI edizione*

²¹ G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale. Diritto delle società II Vol, Utet Giuridica, VI edizione*

Da quanto previsto dall'art 2382: *“Non può essere nominato, e se nominato decade dal suo ufficio, l'interdetto, l'inabilitato, il fallito, o chi è stato condannato ad una pena che importa l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici o l'incapacità ad esercitare uffici direttivi.”*

La retribuzione deve essere predeterminata ed invariabile in corso di carica e viene determinata dall'assemblea nel caso in cui lo statuto non lo prevedesse.

Per quanto riguarda la cessazione del consiglio uscente ha effetto dal momento in cui l'organo è stato ricostituito con una nuova deliberazione di nomina assembleare, *“la revoca compete all'assemblea ordinaria, che può provvedervi in qualunque tempo purché con il voto favorevole di almeno 1/5 del capitale sociale e salvo diritto al risarcimento dei danni a favore del consigliere revocato senza giusta causa”*.²²

Il consiglio di sorveglianza è un organo a struttura pluripersonale, opera collegialmente ed il presidente è eletto dall'assemblea e i suoi poteri sono determinati dallo statuto. Salvo diversa previsione dello statuto, *“il presidente convoca il consiglio di sorveglianza ne fissa l'ordine del giorno, ordina i lavori e provvede affinché adeguate informazioni sulle materie iscritte all'ordine del giorno vengano fornite a tutti i consiglieri.”*²³

Per la validità delle deliberazioni del consiglio di sorveglianza, quando lo statuto non richiede un maggior numero di presenti, è necessaria la presenza della maggioranza dei consiglieri in carica. Il sistema dualistico è caratterizzato da una maggiore flessibilità nella facoltà di nomina e revoca dei membri del consiglio di sorveglianza, rispetto al modello tradizionale e le deliberazioni del consiglio di sorveglianza sono prese a maggioranza assoluta dei presenti, salvo diversa disposizione dello statuto. I componenti del consiglio di sorveglianza restano in carica per tre esercizi e sono rieleggibili, la scadenza del termine ha effetto dal momento in cui esso viene ricostituito. Di conseguenza i membri, anche se cessati, rimangono in carica fino alla nomina del nuovo consiglio e nel caso in cui nel corso dell'esercizio venissero a mancare per ragioni come: morte, rinuncia o decadenza, verranno sostituiti dall'assemblea.

Il consiglio di sorveglianza, per le sue funzioni e competenze, rappresenta l'elemento caratterizzante del sistema dualistico poiché si interpone tra l'assemblea dei soci e l'organo amministrativo. Infatti, ad esso sono riconosciuti i medesimi poteri e diritti di informazione che il collegio sindacale ed altri organi hanno nei confronti del consiglio di gestione.

In primo luogo, al consiglio è affidata una funzione di controllo di legalità, sia formale che sostanziale, analoga a quella svolta nel sistema tradizionale.

Tuttavia, a questa funzione sono collegate altre competenze che nel sistema ordinario farebbe carico all'assemblea ordinaria, tra cui: nomina e revoca dei componenti e determinazione del

²² <https://www.mediobanca.com/it/corporate-governance/evoluzione-della-governance/modello-di-governance.html>

²³ Il sistema dualistico - Diritto privato in rete

relativo compenso, approvazione del bilancio d'esercizio e del bilancio consolidato ed infine la possibilità di deliberare in merito alla responsabilità nei confronti dei consiglieri di gestione.

“L’approvazione del bilancio di esercizio, redatto dal consiglio di gestione, è una tipica competenza decisionale dell’assemblea che nel modello dualistico viene sottratta a questo organo e affidata al consiglio di sorveglianza. La novità di questa norma è la competenza di approvare il bilancio consolidato: tradizionalmente redatto dall’organo amministrativo della controllante e soggetto all’attività contabile, considerato un documento con funzione tipicamente informativa e non necessita di alcuna approvazione esterna. “²⁴

Il motivo per cui al consiglio di sorveglianza viene affidata la funzione di valutazione del rendiconto contabile è perché tale organo dovrebbe essere a conoscenza diretta di fatti specifici riguardante la gestione e poiché è dotato di una particolare professionalità.

Nonostante ciò, è possibile trasferire all’assemblea la competenza di approvare il bilancio nel caso in cui il bilancio non venga approvato o la richiesta venga effettuata da almeno un terzo dei componenti del consiglio di gestione o del consiglio di sorveglianza.

“La deliberazione del consiglio di sorveglianza con cui viene approvato il bilancio di esercizio è soggetta alle stesse regole previste per l’impugnazione ovvero: inammissibilità dell’impugnazione, dopo approvato il bilancio di esercizio successivo; legittimazione limitata ai soci che riuniscano il 5% del capitale sociale, se il bilancio risulta approvato senza rilievi dal revisore. La deliberazione assembleare è impugnabile dai soggetti legittimati dall’art. 2388 e art. 2377”²⁵

Come affermato precedentemente, la legittimazione ad esercitare l’azione sociale di responsabilità nei confronti dei componenti del consiglio di gestione è riconosciuta all’assemblea e anche al consiglio di sorveglianza, quest’ultimo può presentare la denuncia al tribunale qualora abbia un sospetto fondato che i gestori abbiano compiuto delle irregolarità nella gestione.

Nel modello tedesco il controllo contabile è affidato ad un revisore esterno (persona fisica o società di revisione) come nel modello tradizionale e la nomina è di competenza dell’assemblea. Al consiglio di vigilanza viene esclusa tale possibilità in quanto non sarebbe coerente dare la possibilità di controllo contabile allo stesso organo che si occupa dell’approvazione del bilancio d’esercizio.

Infine, al consiglio di sorveglianza è attribuito l’esercizio delle funzioni di vigilanza che, nel modello ordinario, sono proprie del collegio sindacale.

Da quanto si afferma nell’art 2403 c.c.: *“Il collegio sindacale vigila sull’osservanza della legge e dello statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione ed in particolare*

²⁴ <https://www.mediobanca.com/it/corporate-governance/evoluzione-della-governance/modello-di-governance.html>

²⁵ G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale. Diritto delle società II Vol*, Utet Giuridica, VI edizione pag 423

sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e sul suo concreto funzionamento". Al consiglio di sorveglianza sono attribuiti i poteri-doveri di vigilanza sulla gestione e di controllo legale tradizionalmente affidati al collegio sindacale, ed in alcuni casi deve creare al proprio interno dei comitati per assicurare un'efficiente funzione di controllo.

L'unica differenza rilevante rispetto al collegio sindacale è quella secondo cui i membri del consiglio di sorveglianza non possono effettuare individualmente atti di ispezione e controllo e non possono avvalersi di ausiliari nello svolgimento dei loro compiti. È invece concesso ai consiglieri di sorveglianza la possibilità di svolgere un controllo di legittimità sulle scelte degli amministratori e di conseguenza sulla corretta amministrazione, senza esporre giudizio sulle decisioni prese e i risultati conseguiti.

Per concludere, è compito del consiglio di sorveglianza quello di riferire per iscritto almeno una volta l'anno all'assemblea sull'attività di vigilanza svolta. Tale attività è di fondamentale importanza per l'assemblea in termini informativi e permette a quest'ultima di concentrarsi al meglio nel perseguimento della funzione di controllo e della gestione attiva.

“La relazione annuale dovrà contenere i risultati dello svolgimento dell'attività di vigilanza, nonché i risultati dello svolgimento dell'attività di vigilanza e per finire dovrà dare conto dell'avvenuta approvazione (o no) del bilancio d'esercizio e del bilancio consolidato. ”²⁶

1.4 - Diritto di intervento

Il diritto di intervento è un diritto funzionale all'esercizio del voto, il quale può essere esercitato in assemblea dagli aventi diritto.

Hanno diritto di voto: i soci e non soci, gli amministratori, i sindaci e i membri del consiglio di sorveglianza.

Tuttavia, le condizioni e gli interessi di questi soggetti all'interno dell'assemblea sono diversi; per gli amministratori, i sindaci e i membri del consiglio di sorveglianza tale diritto è legato alla funzione che svolgono nella società, *“per i soci, o per i possessori di strumenti partecipativi, al contrario, l'intervento in assemblea costituisce una mera facoltà, attribuita per il perseguimento di un interesse personale a concorrere alla formazione delle deliberazioni e a trarre elementi informativi dalla riunione assembleare.”²⁷*

Per diversi anni un argomento al centro di molte dispute, successivamente risolto dal codice attraverso l'art. 2370, è stato quello in merito alla natura autonoma o strumentale del diritto di

²⁶ <https://giuricivile.it/il-consiglio-di-gestione-nel-sistema-dualistico-confronto-con-il-cda-del-sistema-tradizionale/>

²⁷ *Intervento in assemblea e diritto di voto dopo la riforma delle S.P.A.- Raffaele Lener*

intervento rispetto all'esercizio del voto. Nello specifico ci si chiedeva se il diritto di intervento dovesse essere riconosciuto anche ai soci che non avevano diritto di voto in quella sede.

Il legislatore ha optato per la necessaria connessione fra intervento e voto, tuttavia è possibile derogare statutariamente e quindi ammettere attraverso una previsione statutaria a partecipare all'assemblea anche i soci senza diritto di voto. Esiste una particolare categoria di *“azionisti che pur avendo il diritto di voto, questo viene sospeso (nel caso di acquisto di azioni proprie, mancata pubblicità dei patti parasociali)”*²⁸, ma possono partecipare all'assemblea, hanno diritto di intervenire, e la loro presenza è conteggiata per i *quorum*, ma non possono votare.

La legittimazione del socio ad intervenire in assemblea è condizionata dal tipo di struttura della società. Nelle società per azioni a base associativa chiusa *“la legittimazione è data dall'iscrizione nel registro dell'emittente. Così per le società per azioni che si siano avvalse della facoltà attribuita dall'art. 2346, 1° co., c.c. (e prima dall'art. 5, r.d. 29.3.1942, n. 239), che riconosce allo statuto il potere di deliberare la non distribuzione ai soci di titoli rappresentanti la partecipazione azionaria.”*²⁹ Quest'azione è di fondamentale importanza per evitare eventuali dubbi per quel che riguarda l'iscrizione nel libro dei soci.

Per le società di tipo aperto, la distinzione va effettuata in ragione della eventuale diffusione delle azioni tra il pubblico; in particolare per le società che non abbiano titoli diffusi tra il pubblico in misura rilevante, *“la partecipazione sociale è incorporata in un titolo, sicché, come ben noto, sulle questioni di diritto societario si innestano quelle, di carattere generale, concernenti la legittimazione nei titoli di credito e, in particolare, la “necessità” e/o “sufficienza” del documento per l'esercizio del diritto.”*³⁰

Il D.lgs. 213/1998 e il D.lgs. 27/2010 segnano due momenti molto importanti per la diffusione dei titoli azionari, poiché attraverso il primo si introduce il fenomeno della dematerializzazione dei titoli, il quale risolve il problema del trasferimento materiale che ha causato numerosi problemi date le continue ed intense negoziazioni in borsa. Nello specifico, il trasferimento da materiale diventa elettronico e *“questo permette di risolvere i problemi legati alla cessione materiale dei titoli, come le complesse formalità relative alla duplice annotazione o la pericolosità della circolazione documentale.”*³¹

Per quanto riguarda il diritto di intervento, il D.lgs. 27/2010 recepisce una direttiva del 2007 per agevolare la partecipazione degli azionisti all'assemblea, in quanto prevede la possibilità di esprimere il voto in forma elettronica se previsto dallo statuto. Infatti, può consentire la

²⁸ G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale. Diritto delle società II Vol, Utet Giuridica, VI edizione*

²⁹ *Intervento in assemblea e diritto di voto dopo la riforma delle S.P.A- Raffaele Lener*

³⁰ *Intervento in assemblea e diritto di voto dopo la riforma delle S.P.A- Raffaele Lener*

³¹ *Dematerializzazioni delle azioni- Giovanni Saccenti 14/02/2018*

partecipazione all'assemblea con mezzi di telecomunicazione, quali il voto per corrispondenza o per via elettronica.

Il socio al quale è riconosciuto il diritto di voto in assemblea non ha particolari vincoli all'esercizio del voto, purché non arrechi danno al patrimonio sociale per il conseguimento del proprio interesse.

Tale considerazione è disciplinata dall'articolo 2373, che spiega cosa succede qualora l'azionista nell'esercizio del diritto di voto sia in conflitto di interessi con la società.

La disciplina prevedeva un divieto di votare in caso di conflitto di interessi, ora non è più così, *“perché il socio non ha alcun obbligo di astenersi, è libero di votare o meno. Accade però che se il voto del socio in conflitto è stato determinante per il raggiungimento della maggioranza e l'approvazione di quella delibera, la delibera stessa è impugnabile purché arrechi un danno alla società”*³²

Tuttavia, il conflitto di interessi per il socio può comportare il divieto del voto in due casi: *“quando i soci amministratori della società votano per deliberazioni riguardanti le loro responsabilità, quando i soci chesono anche componenti del consiglio di gestione votano nelle delibere che riguardano la nomina, la revoca o la responsabilità dei consiglieri del consiglio di sorveglianza”*³³.

Lo scopo fondamentale di questa disciplina è quello di reprimere gli abusi della maggioranza a danno della società e della minoranza, e per tale motivo dopo una serie di dispute il legislatore ha optato per applicare il principio della buona fede e correttezza nell'esecuzione dei contratti previsto nell'art. 1375. Esso stabilisce come ciascuna parte nell'esecuzione di un contratto deve porre in essere dei comportamenti idonei, i quali tengano in considerazione anche gli interessi della controparte *“purché ciò non comporti un eccessivo sacrificio dei propri interessi”*.

Nel caso in cui le delibere della maggioranza vadano contro la società o contro le minoranze esse sono annullabili. Nonostante ciò, resta molto difficile per le minoranze provare di essere state danneggiate dalle delibere espresse dalla maggioranza; allo stesso modo può accadere che sia la maggioranza danneggiata dalla minoranza, ma in questo caso diventa ancora più difficile fornire delle prove.

Per concludere, nel caso in cui la minoranza o la maggioranza provino che vi sia stato un conflitto di interesse da parte della controparte si procederà con l'annullamento della delibera e con il risarcimento dei danni.

³² *Giurisprudenza delle imprese, 30 gennaio 2017- Tribunale di Milano*

³³ *Art 2373- Codice civile*

Capitolo 2 - Azioni ordinarie vs categorie speciali di azioni e strumenti finanziari partecipativi

2.1 - Aspetti generali

All'interno di una società, le azioni, rappresentando l'unità di ripartizione della partecipazione all'attività, suddividono rischi, diritti, responsabilità e profitti per i soggetti che sono titolari della proprietà della società nonché i soci.

“Le azioni sono titoli rappresentativi di una quota di capitale sociale di una società per azioni e costituiscono il principale strumento giuridico attraverso il quale la società si finanzia tramite il pubblico dei risparmiatori.”³⁴

Le azioni si suddividono principalmente in due categorie: azioni ordinarie e azioni appartenenti a categorie speciali. Le società quotate emettono tutte azioni ordinarie, ma molte di esse non offrono azioni speciali sul mercato. Entrambi i tipi di azioni offrono un rendimento che ha origine da due componenti. La seconda è la plusvalenza che deriva dall'aumento di valore dell'azione nel tempo. La seconda componente è il pagamento periodico dei dividendi agli Azionisti. I dividendi da azioni (ordinarie o speciali) variano nel tempo e il relativo tasso di rendimento è quindi incerto. Il rendimento per un azionista in un periodo di tempo da $t - 1$ a t può essere scritto nel modo seguente:

$$(P_t - P_{t-1}) / P_{t-1} + D_t / P_{t-1}$$

Dove

P_t = prezzo dell'azione al tempo t

D_t = dividendi pagati nel periodo che va da $t - 1$ a t

$(P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$ = guadagno in conto capitale nel periodo che va da $t - 1$ a t

D_t / P_{t-1} = rendimento che deriva dai dividendi pagati nel periodo che va da $t - 1$ a t

2.1.1 - Le azioni ordinarie

Tra i vari tipi di azioni, le più importanti sono le azioni ordinarie. Esse costituiscono l'unità minima di partecipazione al capitale di una società e ogni azione ha lo stesso valore nominale o, in assenza di un valore nominale, esprime una frazione identica del capitale sociale. Le azioni devono quindi avere lo stesso valore e dare uguali diritti ai loro detentori. Tali diritti possono essere:

³⁴ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/azione-ordinaria.html>

- Diritti amministrativi, che riguardano il cosiddetto *voice* all'interno della società
- Diritti patrimoniali, con riferimento all'utile e alla quota di liquidazione in caso di scioglimento della società
- Diritti misti, che hanno una doppia componente, amministrativa e patrimoniale

Le azioni ordinarie hanno alcune caratteristiche che le contraddistinguono da altre tipologie di attività finanziarie, come le obbligazioni e le azioni appartenenti ad altre categorie di attività finanziarie:

➤ **Dividendi:** Seppur gli azionisti ordinari possono, in caso di elevata redditività, ricevere dividendi potenzialmente illimitati, non hanno diritti speciali o garanzie in relazione alla loro regolare distribuzione: infatti, anche in caso di utili elevati, la maggioranza dell'assemblea non può procedere alla loro destinazione, reinvestendo tali risorse in nuovi investimenti e nella valorizzazione della società.

➤ **Debiti residui:** Nel caso in cui l'attività della società dia risultati negativi, gli azionisti ordinari si collocano all'ultimo posto nella competizione per il patrimonio della società: essi hanno un diritto residuale perché solo dopo aver soddisfatto tutti i crediti di rango superiore (es. pagamenti ai creditori), gli azionisti ordinari avranno diritto a concorrere alla distribuzione dell'eventuale patrimonio residuo della società.

➤ **Responsabilità limitata:** ciò implica che le perdite attribuibili alla società sono attribuibili agli azionisti solo nella misura dei conferimenti effettuati inizialmente in forma di capitale, se il valore dell'attivo scende al di sotto del valore del passivo. Di conseguenza, il patrimonio personale del socio rimane al di fuori dei crediti dei creditori della società, anche se le perdite della società superano il valore del capitale conferito.

➤ **Diritto di voto:** Gli azionisti, pur non esercitando alcun controllo sulla gestione operativa, mantengono il controllo indiretto sull'attività della società attraverso la nomina dei componenti dell'organo amministrativo. Tale nomina prevede l'assegnazione di un voto per ciascuna azione in cui è ripartito il capitale sociale, fermo restando il divieto di emettere azioni a voto plurimo e, conseguentemente, di assegnare più di un voto per ciascuna azione. Ad esempio, tutte le società possono emettere azioni che prevedono l'esclusione del diritto di voto e altre possono emettere azioni con diritto di voto limitato a determinate tematiche.

Una diversa alternativa è rappresentata dalle azioni con diritto di voto subordinato al verificarsi di determinate condizioni non meramente potestative: le cosiddette "azioni a voto condizionato". Allo scopo di evitare un'eccessiva concentrazione di potere nelle mani degli azionisti titolari di pieno diritto di voto, il legislatore impone che la percentuale delle azioni prive del diritto di voto, a voto limitato o condizionato possa giungere a rappresentare, al

massimo, la metà del capitale della società. Il sistema di voto più ricorrente è rappresentato dal voto di lista, con il quale i candidati si presentano attraverso due o più liste; ogni azionista può votarne una sola e le posizioni disponibili sono assegnate in proporzione ai voti ricevuti da ciascuna lista.

➤ Voto per delega: Gli azionisti hanno la facoltà di farsi rappresentare in sede assembleare per l'esercizio del diritto di voto, il cosiddetto voto per delega. Il codice civile stabilisce che la rappresentanza debba essere concessa per iscritto, indicando il soggetto designato come rappresentante. È vietato concedere deleghe in bilancio e destinate a più di un'assemblea, inoltre non tutti i soggetti possono poi ricoprire il ruolo del delegato: *“la rappresentanza non può essere attribuita a soggetti che sono espressione della maggioranza o che dipendano da essa, quali sindaci, amministratori, dipendenti della società. Per le sole società con azioni quotate, è prevista un'altra regolamentazione, che si articola nella disciplina della sollecitazione e della raccolta delle deleghe: un azionista che possiede almeno l'1% del capitale azionario (con diritto di voto) di una società può in qualità di committente rivolgersi a un intermediario chiedendogli di procedere alla sollecitazione, vale a dire alla richiesta di conferimento di deleghe di voto rivolta alla generalità degli azionisti, al fine di aderire a prestabilite proposte di voto; La raccolta delle deleghe consiste invece nella richiesta di conferimento di deleghe di voto nei confronti dei soli azionisti organizzati in associazioni, destinate a tutelare gli interessi comuni, generalmente delle minoranza”*.³⁵

2.2 - Le categorie speciali di azioni

La materia delle categorie speciali di azioni trova il suo avvio mediante l'esplicazione di uno dei principi cardine della partecipazione azionaria: il principio di uguaglianza dei diritti incorporati nelle azioni. A tal proposito infatti, nel primo comma dell'art.2348 c.c. si stabilisce che le *“azioni conferiscono ai loro possessori uguali diritti”*. Di conseguenza, ogni azione di ciascuna categoria azionaria conferisce al titolare un complesso pacchetto di diritti, poteri e facoltà, di identico contenuto a quelli attribuiti ad un altro titolare di azioni facente parte nella stessa categoria.

*“Sono categorie speciali di azioni quelle fornite di diritti diversi da quelli tipici previsti dalla disciplina legale. Le azioni speciali si contrappongono a quelle ordinarie. Esse possono essere create con lo statuto o con successiva modificazione dello stesso.”*³⁶

³⁵ <http://www.bankpedia.org/index.php/it/133-italian/v/23061-voto-di-lista>

³⁶ G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale. Diritto delle società II Vol, Utet Giuridica, VI edizione*

La presenza di questo tipo di azioni comporta un cambiamento nell'organizzazione della società in quanto, in presenza di più categorie di azioni, esse devono essere approvate anche dall'assemblea speciale della categoria in esame. Alle assemblee speciali si applica la disciplina delle assemblee straordinarie nel caso in cui le azioni speciali non siano quotate.

Nel caso in cui le azioni speciali sono quotate, si applica la disciplina dell'organizzazione degli azionisti di risparmio, che prevede *quorum* assembleari meno elevati e la nomina di un rappresentante degli azionisti speciali (articolo 147 bis T.U.F).

Tutti gli azionisti di categoria vengono tutelati dalla previsione normativa come gruppo ma non individualmente, dato che l'assemblea di categoria decide sempre a maggioranza qualificata.

Detto ciò, i diritti speciali di categoria rappresentano un diritto di gruppo e non diritto individuale, *“salvo che non si tratti di diritti per legge inderogabili, la valutazione degli interessi degli azionisti e quella degli interessi di categoria prevalgono sulla volontà individuale e rendono legittimo, nell'interesse comune, il sacrificio dei diritti speciali originariamente attribuiti ad una determinata categoria di soci”*³⁷

2.2.1 - Azioni postergate

L'intervento esplicito del legislatore della riforma societaria ha posto fine ad un acceso dibattito in materia di dottrina e giurisprudenziale sull'ex comma 2 dell'articolo. 2348 c.c. e, in particolare, sulla possibilità di poter includere, tra i "diversi diritti" previsti da questa norma, anche il diritto ad una diversa incidenza delle perdite di esercizio sulle azioni emesse da una società. Il nuovo paragrafo ha dato esplicito riconoscimento alle azioni postergate, parlando di azioni che si distinguono per la diversa incidenza delle perdite, che colpiranno questo tipo di azioni solo dopo aver interessato le altre categorie di azioni.

Tuttavia, *“l'ammissibilità di tale categoria azionaria ha provocato due diverse obiezioni, la prima concerneva il fatto che le azioni postergate contrastassero il divieto di patto leonino previsto dall'art.2265 c.c.; la seconda, invece, che la postergazione nelle perdite non sia un diritto, ma un pilastro della struttura del fenomeno associativo”*.³⁸

Entrambe le conclusioni anteriforma non trovano ragion d'essere. Infatti, per quanto concerne il patto leonino, le azioni postergate non prevedono l'esclusione della partecipazione del socio alle perdite bensì un'esposizione al rischio delle perdite minore rispetto a quella tipica delle

³⁷ G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale. Diritto delle società II Vol, Utet Giuridica, VI edizione*

³⁸ *Trib. Udine 5 dicembre 1997, Soc, 1998, 4, 455.*

azioni ordinarie. È infatti possibile che le perdite assorbano la parte del capitale rappresentato dalle azioni diverse da quelle postergate e finiscano per ripercuotersi comunque su tali azioni.

Per quanto riguarda invece la seconda contestazione, non c'è dubbio che la postergazione possa rientrare nel diritto inerente alla partecipazione azionarie in particolare come privilegio di carattere patrimoniale il quale ha un duplice risvolto pratico. Da una parte si tratta di una categoria azionaria che viene segnata dalle perdite sociali solo dopo che queste ultime abbiano segnato le azioni ordinarie, dall'altra di una che gode di un diritto di rimborso prioritario rispetto alle altre azioni emesse in sede di liquidazione.

*“Le azioni postergate si sono rivelate strumento spesso utile ed a volte indispensabile per il finanziamento dell'impresa sociale, specialmente nell'ambito di processi di ristrutturazione e tentativi di superamento di situazioni di crisi.”*³⁹

Quanto alle modalità concrete con cui opera la postergazione, è garantita la piena autonomia statutaria e potrà essere totale o parziale. Nel primo caso, le perdite non riguardano le azioni subordinate salvo che abbiano ridotto integralmente la parte del capitale sociale rappresentata dalle altre azioni; nel caso di subordinazione parziale, invece, la perdita sarà sostenuta dalla parte del capitale sociale costituita dalle azioni di una categoria diversa dalle azioni postergate solo fino a un certo valore, mentre oltre tale valore, la perdita sarà sostenuta proporzionalmente da tutte le azioni

Il fenomeno della postergazione nelle perdite stabilisce che, *“qualora sia statutariamente disposto, le azioni appartenenti ad una determinata categoria subiscano le perdite solo dopo che esse abbiano colpito le altre azioni.”*⁴⁰ Di conseguenza, in caso di riduzione del capitale sociale per perdite, le azioni postergate subiranno gli effetti soltanto dopo che siano state integralmente annullate le azioni ordinarie ed, in sede di liquidazione della società, si dovranno rimborsare prima i possessori delle azioni postergate e successivamente gli altri azionisti.

Tale diritto di liquidazione preliminare che sarà ovviamente sempre subordinato all'integrale soddisfacimento dei creditori sociali.

2.2.2 - Azioni senza voto, limitato, subordinato

Il primo comma dell'art 2351 c.c. afferma che *“ogni azione attribuisce il diritto di voto”*, il quale rappresenta il mezzo attraverso cui il socio esercita il proprio diritto di concorrere alla formazione della volontà sociale, e quindi il principale diritto amministrativo a disposizione dell'azionista.

³⁹ Si veda Relazione al D.lgs. n. 6/2003

⁴⁰ <http://www.notaiodidomenico.it/DOTTRINA/SOCIETA'/azioni.htm>

Prima della riforma del 2003 le limitazioni al diritto di voto dovevano necessariamente essere accompagnate da privilegi di carattere patrimoniale, oggi non è più così e per evitare uno sfruttamento eccessivo di potere da parte della minoranze di conseguenza, evitare che la società venga controllata con un investimento ridotto, il valore delle azioni a voto escluso o limitato non può complessivamente superare la metà del capitale sociale.

Dalla nuova formulazione dell'articolo si evince che:

“a) tutte le società per azioni hanno la facoltà di emettere azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti, liberamente determinati dallo statuto, azioni con diritto di voto subordinato a particolari condizioni non meramente potestative e azioni del tutto prive del diritto di voto;

b) la non obbligatorietà di corresponsione fra privilegi di natura patrimoniale e azioni senza voto, limitato o subordinato;

c) il fatto che può essere sottoposto ad un limite massimo o subire scaglionamenti.”

La possibilità di creare azioni senza diritto di voto è una grande innovazione introdotta dal decreto legislativo n. 6 del 17 gennaio 2003, in quanto nel sistema precedente tale possibilità era limitata alle sole azioni di risparmio, a fronte del riconoscimento di particolari privilegi patrimoniali e del superamento di approfonditi controlli soggetti a mercati regolamentati.

Infatti, mentre per le azioni di risparmio sono richiesti privilegi speciali di natura patrimoniale per la privatizzazione dei diritti di voto, per le azioni senza diritto di voto e per le azioni con diritto di voto limitate a particolari tematiche, la società è libera di determinare i diritti incorporati in tali azioni, senza il vincolo di dover garantire privilegi di natura patrimoniale.

Con lo sviluppo della nuova normativa si assiste ad una completa semplificazione della normativa, lasciando agli azionisti piena libertà e autonomia contrattuale per determinare liberamente le categorie di azioni al fine di attrarre investimenti e quindi agevolare la raccolta di capitale.

Per ciò che riguarda le azioni a voto limitato, nel vecchio sistema il contenuto della possibile limitazione statutaria del diritto di voto era rigorosamente predeterminato, potendo soltanto escludere il diritto di voto nell'assemblea ordinaria.

Nel nuovo sistema societario, invece, l'autonomia delle parti è garantita dalla piena libertà, in quanto la determinazione concreta del contenuto delle limitazioni al diritto di voto è demandata allo statuto. Tali limitazioni possono essere di due tipi: limitazione per oggetto e limitazione del diritto di voto al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative.

Nel primo caso il voto viene limitato a determinati argomenti mentre nel secondo caso da quanto affermato nel secondo comma dell'art. 2351 c.c., il diritto di voto viene esercitato al

verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative, in quanto *“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.”*⁴¹

La condizione viene qualificata come meramente potestativa se *“il verificarsi dipende dal puro arbitrio di una delle parti che non ha alcun apprezzabile interesse al suo avveramento”*⁴². È possibile distinguere quattro distinte condizioni:

- condizione meramente potestativa sospensiva nella quale l'evento dipende dalla mera volontà dell'alienante o del soggetto obbligato;
- condizione meramente potestativa risolutiva;
- condizione meramente potestativa sospensiva nella quale l'evento dipende dalla mera volontà del beneficiario dell'attribuzione o comunque dal destinatario degli effetti incrementativi dell'atto;
- condizione meramente potestativa risolutiva;

La legge fa riferimento al caso della condizione sospensiva, vale a dire al caso in cui categorie di azioni originariamente prive del diritto di voto siano destinate ad acquistarlo al verificarsi di un determinato evento, predeterminato nello statuto.

Sia per le azioni a condizione sospensiva sia per quelle a condizione risolutiva, l'accertamento della condizione può determinare l'attribuzione o la compressione del diritto di voto solo transitoriamente o in via definitiva, determinando la conversione in azioni ordinarie (in caso di condizione sospensiva) o in azioni senza voto (in caso di condizione risolutiva).

È importante che *“la condizione, sia essa sospensiva o risolutiva, non sia meramente potestativa. Gli eventi in essa figurati devono consistere in avvenimenti futuri ed incerti, siano essi interni o esterni alla società, e devono essere espressamente e puntualmente disciplinati e previsti dallo statuto.”*⁴³

2.2.3 - Azioni correlate

Il secondo comma dell'art. 2350 del Codice Civile afferma che *“la società può emettere azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore”*.

“Colui che entra in possesso di azioni correlate diviene un socio a tutti gli effetti, in quanto l'oggetto del suo conferimento partecipa al capitale di rischio della società: per questo l'azione correlata non rappresenta un'azione autonoma rispetto alle altre categorie di azioni, ma è

⁴¹ Art 2351 c.c.

⁴² *La legge uguale per tutti – Codice civile 1355, commenti*

⁴³ *Commentario del codice civile art.2325-2362, Milano, Giuffrè, pag. 540.*

soltanto un'azione dotata di una particolare modalità di calcolo dei diritti"⁴⁴e, di conseguenza, l'utile che spetta di diritto a tale azionista non è l'utile di quel preciso ramo d'azienda o settore, ma unicamente un utile calcolato sul rendimento dello stesso.

Quando parliamo di azioni correlate è importante fare una distinzione dal finanziatore dei patrimoni o finanziamenti destinati. Nel caso dei finanziamenti destinati si ha una forte separazione da tutto ciò che riguarda le vicende societarie nel suo complesso, mentre per le azioni correlate si ha invece una separazione debole in quanto la relazione con il settore di tipo puramente contabile, senza che vi siano altre implicazioni giuridiche fra il settore in questione e il patrimonio sociale.

La riforma del diritto societario attuata con il D.lgs. 17 gennaio 2003, n.6, ha introdotto nell'ordinamento italiano l'istituto giuridico delle azioni correlate, conosciute nella prassi internazionale come *tracking shares* o *trackingstocks*.

L'utilizzo di questa tipologia di azioni nella prassi internazionale porta ad individuare più modelli di *trackingstocks*. Le principali tipologie sono costituite dai modelli di *closetracking*, in cui la redditività dei diversi comparti è attribuita alle specifiche categorie di azioni, e le *loosetracking*, in cui la correlazione ai risultati è meno rigida, coesistendo con forme di attribuzione alla generalità degli azionisti di parte dei risultati dei settori.

*“Lo scopo dell'introduzione di tale fattispecie azionaria è quello di favorire la raccolta da parte delle aziende di capitale di rischio, offrendo uno strumento che consenta una maggiore diversificazione dei rischi e dei benefici rispetto alle azioni ordinarie.”*⁴⁵

Le azioni correlate consentono di rendere le forme di finanziamento delle società per azioni più efficienti, flessibili e più adatte alle esigenze degli investitori e dei mercati dei capitali e sono caratterizzate dalla capacità di conferire al possessore diritti patrimoniali stabiliti in relazione all'andamento di un particolare settore, piuttosto che all'andamento della società nel suo complesso.

La ragione principale per cui una società emette azioni correlate è quella di stabilire una più stretta correlazione tra l'apporto di capitale di rischio e gli specifici settori di attività in cui tale capitale è impiegato, escludendo tali risorse dai rischi e dai rendimenti di altri settori di attività. *“La remunerazione dell'investimento nel capitale di rischio operato dagli azionisti correlati dipende dunque dall'andamento di un particolare settore di riferimento nell'ambito della complessiva attività sociale.”*⁴⁶

⁴⁴ Cortellazzo e Soatto, *Economia Diritto e Finanza di Impresa*, dott. Armando Grigolon, pubblicato su: *C&S Informa*, volume 12, numero 6 anno 2011

⁴⁵ <http://www.notaiodidomenico.it/DOTTRINA/SOCIETA'/azioni.htm>

⁴⁶ Cortellazzo e Soatto, *Economia Diritto e Finanza di Impresa*, dott. Armando Grigolon, pubblicato su: *C&S Informa*, volume 12, numero 6 anno 2011

2.2.4 - Azioni di risparmio

Le azioni di risparmio sono state introdotte per la prima volta dalla legge 216/1974 e successivamente è stata regolata dagli articoli 145-147 del TUF (D.lgs. 58/1998).

Le azioni di risparmio sono state introdotte con l'obiettivo di incentivare l'investimento in azioni, offrendo ai risparmiatori titoli che rispondano ai loro specifici interessi. *“Titoli cioè che tengano conto del disinteresse degli stessi per l'esercizio dei diritti amministrativi e del preminente rilievo attribuito invece al contenuto patrimoniale ed alla redditività dei titoli azionari”*.⁴⁷

Si attua in questo modo una netta distinzione tra azionisti imprenditori e azionisti risparmiatori. I primi sono coloro che assumono l'iniziativa economica, mentre i secondi sono quelli interessati a investire fruttuosamente i propri risparmi.

A fronte di un vantaggio patrimoniale, le azioni di risparmio sono del tutto prive del diritto di voto sia nelle assemblee ordinarie sia in quelle straordinarie, senza per questo precludere al possessore la qualifica di socio a tutti gli effetti. *“Esse, tuttavia, consentono la partecipazione alle sole assemblee speciali dei possessori di azioni di risparmio, costituite per la tutela dei diritti della categoria.”*⁴⁸

A differenza delle azioni a voto limitato, le azioni di risparmio possono essere emesse solo da società le cui azioni ordinarie sono quotate in mercati regolamentati italiani o europei. Inoltre, queste ultime devono attenersi ad una rigida disciplina sia sul piano del contenuto, richiedendo la necessaria dotazione di particolari privilegi di natura patrimoniale, sia sul piano organizzativo, determinando l'istituzione di inderogabili e particolari strumenti di tutela collettiva degli interessi della categoria. I privilegi di natura patrimoniale vengono determinati dall'atto costitutivo, esso infatti *“determina il contenuto del privilegio, le condizioni, i limiti, le modalità e i termini per il suo esercizio”*, *“nonché i diritti spettanti alle azioni di risparmio in caso di esclusione dalla quotazione delle azioni ordinarie o di risparmio”*⁴⁹

Al fine di tutelare gli interessi comuni degli azionisti di risparmio, è prevista un'organizzazione di gruppo che si articola nell'assemblea speciale e nel rappresentante comune.

“L'assemblea delibera sugli oggetti di interesse comune ed in particolare sull'approvazione delle delibere dell'assemblea della società che pregiudicano i diritti della categoria e sulle

⁴⁷ G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale. Diritto delle società II Vol*, Utet Giuridica, VI edizione pag.210

⁴⁸ *Borsa italiana, glossario – azioni di risparmio*

⁴⁹ ART 145 TUF (comma 1-2).

transazioni delle controversie con la società ed inoltre delibera sulla nomina e revoca del rappresentante comune e sull'azione di responsabilità nei suoi confronti."⁵⁰

"Il rappresentante comune, nominato dall'assemblea, provvede all'esecuzione delle delibere assembleari a tutela degli interessi comuni degli azionisti di risparmio nei confronti della società. Gli è inoltre riconosciuto il diritto di esaminare il libro dei soci e delle adunanze dell'assemblea ed il diritto di assistere alle assemblee della società, con la possibilità di impugnarne le deliberazioni."⁵¹

In genere, alle azioni di risparmio viene assegnato, in caso di distribuzione degli utili, un dividendo minimo annuo, calcolato in percentuale sul valore nominale ed uno scarto minimo sul dividendo delle azioni ordinarie in sede di rimborso del capitale. *"Se in un esercizio contabile la consistenza degli utili imponga l'assegnazione di un dividendo inferiore al minimo garantito, la differenza può essere corrisposta entro i due esercizi contabili successivi.*"⁵²

Tuttavia, la legge prevede alcune limitazioni all'emissione di tali azioni, infatti non più del 50% del capitale azionario può essere costituito da azioni di risparmio o da altre categorie di azioni senza voto o voto limitato o condizionato. Questo al fine di limitare il potere di pochi azionisti, che potrebbero controllare la società pur essendo titolari di una bassa percentuale di capitale.

Infine, nel caso di aumento del capitale sociale a pagamento, i possessori di azioni di risparmio hanno il diritto di ricevere *"azioni di risparmio della stessa categoria ovvero, in mancanza o per la differenza, nell'ordine, azioni di risparmio di altra categoria, azioni privilegiate o azioni ordinarie"*.⁵³

2.2.5 - Azioni di godimento

Le azioni di godimento costituiscono una categoria di azioni speciali la cui funzione *"è quella di assicurare la parità di trattamento degli azionisti in una particolare operazione: la riduzione reale del capitale sociale attuata mediante sorteggio ed annullamento di un certo numero di azioni dietro rimborso del solo valore nominale delle azioni stesse."*⁵⁴.

Poiché il valore reale delle azioni può risultare superiore a quello nominale, *"agli azionisti sorteggiati vengono rilasciati titoli speciali col fine di non essere privati di eventuali plusvalenze*

⁵⁰https://www.ilsole24ore.com/pdf/2010/Editrice/ILSOLE24ORE/ILSOLE24ORE/Online/_Oggetti_Embedded/Documenti/2019/05/13/ConflittoInteresseSentenzaRM.pdf

⁵¹G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale. Diritto delle società II Vol*, Utet Giuridica, VI edizione pag.213

⁵² *Borsa Italiana*

⁵³ ART 145, 8°COMMA Codice Civile

⁵⁴ART 2445- G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale. Diritto delle società II Vol*, Utet Giuridica, VI edizione pag. 214

del capitale che altrimenti non percepirebbero con il solo rimborso del valore nominale dei titoli annullati.”⁵⁵

La ragione per cui tali azioni non hanno valore nominale è data dal fatto che le azioni di godimento non rappresentano il capitale, ma solo il patrimonio che eccede il capitale, per un importo che differisce nel tempo a seconda del rendimento del patrimonio. Queste azioni conferiscono ai loro possessori dei diritti patrimoniali, e nello specifico il diritto alla partecipazione agli utili e alla quota di liquidazione; tuttavia, tali diritti sono postergati alle altre azioni, proprio perché i possessori hanno parzialmente recuperato il valore delle azioni dal rimborso del valore nominale.

Per quanto riguarda i diritti amministrativi, salvo diversa disposizione statutaria, le azioni di godimento non conferiscono ai titolari alcun diritto di voto e, conseguentemente, il relativo diritto di intervento in assemblea, ai sensi dell'art. 2370 c.c. e la possibilità di impugnare le deliberazioni non valide.

Per contro, il diritto di opzione e il diritto di recesso sono riconosciuti ai fini della tutela dell'istituto delle azioni di godimento.

2.2.6 - Azioni riscattabili

Le azioni riscattabili sono state introdotte nell'ordinamento italiano nel 2004 con la riforma del diritto societario. Questi strumenti costituiscono una particolare categoria di azioni sulle quali la società o i soci vantano un diritto di riscatto.

Tali azioni sono disciplinate dall'art. 2437 sexies c.c. secondo cui: *“le disposizioni degli artt. 2437 ter e 2437 quater si applicano, in quanto compatibili, alle azioni o categorie di azioni per le quali lo statuto prevede un potere di riscatto da parte della società o dei soci.”*

Nello specifico il rinvio all'art. 2437 quater c.c. è volto a chiarire cosa si intenda effettivamente con il termine “riscatto” e cioè, nel caso in questione, un diritto potestativo all'acquisto, il cui esercizio dovrebbe portare direttamente all'ingresso nel patrimonio sociale delle azioni riscattate.

Invece il rinvio all'art. 2437 ter c.c. è volto a determinare la somma spettante al socio le cui azioni siano oggetto di riscatto, imponendo di ancorare il prezzo di acquisto delle azioni riscattabili al valore reale della partecipazione, in modo da tutelare l'interesse del socio.

È infine importante precisare come l'esercizio del diritto di riscatto sia attribuito ai soci e non alla società; *“in quanto in questo caso l'acquisto delle azioni in favore degli altri soci avviene con fondi provenienti dal patrimonio personale dei soci e non dal patrimonio della società”⁵⁶*

⁵⁵ *La legge è uguale per tutti – Azioni di godimento*

⁵⁶ *Consiglio notarile di Milano-azioni riscattabili e introduzione della clausola di riscatto.*

“La riscattabilità delle azioni assicura alla società o ai soci il diritto di escludere tali soggetti dalla compagine sociale al momento della cessazione di tali rapporti.”⁵⁷

La loro idoneità è facilitata dalla funzione preventiva cautelare che svolgono nei confronti della società; esse possono essere previste con delibera assembleare adottata con le maggioranze normalmente richieste per le modifiche statutarie nel caso in cui:

- sia consentito e non imposto agli azionisti di trasformare le proprie azioni in azioni riscattabili;
- si tratti di aumento di capitale a pagamento con emissione di nuove azioni riscattabili;
- la riscattabilità sia prevista al verificarsi di particolari situazioni, come nel caso in cui un azionista per esercitare il riscatto debba superare una determinata soglia.

2.2.7 - Azioni a favore dei prestatori di lavoro

L'art. 2349 consente l'assegnazione straordinaria agli azionisti della società di utili dell'esercizio in corso o realizzati in esercizi precedenti ed accumulati in riserve disponibili. Tali utili non vengono distribuiti ma vengono portati ad aumento del capitale a fronte di azioni da assegnare ai dipendenti della società emittente o anche dalle società da esse controllate.

Le azioni a favore dei prestatori di lavoro devono essere assegnate *“individualmente ai prestatori di lavoro, con norme particolari riguardo la forma, la modalità di trasferimento ed i diritti spettanti agli azionisti”*.

Con tale affermazione, il legislatore vuole evidenziare come le azioni in oggetto possono essere sottoposte ad un regime diverso dalle azioni ordinarie, *“tale regime per lo più consiste nell'attribuzione di vantaggi di ordine patrimoniale correlati all'esclusione del diritto di voto e/o di altri diritti di amministrazione, nonché all'apposizione di limiti di trasferibilità”*.⁵⁸

È molto importante evidenziare come all'interno della norma siano presenti due importanti principi del diritto societario: il primo riguarda il diritto degli azionisti di dividere gli utili, in quanto conferiscono beni per l'esercizio dell'attività in comune.

Il secondo principio, invece, disciplina in merito al caso di aumento gratuito del capitale. Le azioni di nuova emissione devono possedere le stesse caratteristiche di quelle precedentemente emesse e devono essere assegnate agli azionisti in proporzione a quelle già in loro possesso.

Per quanto riguarda la forma di tali azioni, esse possono essere nominative, al portatore, senza valore nominale e, infine, dematerializzate.

Il nuovo testo dell'articolo 2349 precisa che la disposizione non riguarda solo i dipendenti della società emittente, ma anche i dipendenti delle controllate.

⁵⁷ *Borsa Italiana-glossario-azioni riscattabili*

⁵⁸ *Codice Civile ART 2349*

Tuttavia, come nel testo precedente, la questione della possibilità di utilizzare altre riserve disponibili in aggiunta agli utili rimane irrisolta.

Infine, le deliberazioni relative all'aumento gratuito del capitale sociale e quelle relative alla distribuzione degli utili ai dipendenti sono di competenza dell'assemblea straordinaria degli azionisti, la quale è anche responsabile della decisione di utilizzare gli utili. (purché siano presenti nel bilancio regolarmente approvato dall'Assemblea ordinaria). Quest'ultima da quanto previsto dall'art.2349 c.c. può *“deliberare l'assegnazione ai prestatori di lavoro dipendenti della società o di società controllate di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti”*

2.3 - Strumenti finanziari partecipativi

La riforma del diritto societario del 2003 ha introdotto i cosiddetti strumenti finanziari partecipativi. Questi strumenti sono emessi quando *“la società intenda dare la possibilità a soci o a terzi di effettuare apporti che, per loro natura, non possono costituire conferimenti a titolo di capitale sociale, come le prestazioni d'opera o di servizi”*⁵⁹. Per tale ragione, gli strumenti finanziari partecipativi non concorrono alla formazione del capitale sociale, non attribuiscono lo status di azionista, né il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti.

I più diffusi strumenti finanziari partecipativi sono:

- *stock options*, i quali attribuiscono il diritto di sottoscrivere azioni ad un prezzo predeterminato (diritti di opzione offerti in genere agli amministratori).
- *i warrant*, che attribuiscono il diritto di opzione a sottoscrivere o ad acquistare o a vendere azioni entro una data di scadenza contro il versamento di un importo prestabilito o da prestabilire, in conformità con un apposito regolamento di emissione.

Si tratta di strumenti finanziari che, come le azioni, partecipano al rischio d'impresa e che possono quindi essere configurati in una prospettiva di partecipazione casuale al risultato e non di certo rendimento. Essi si differenziano per alcuni tratti distintivi: il primo è dato dalla diversa forma di partecipazione sociale rispetto a quella derivante dallo status di socio.” *Quest'ultimo, infatti, può essere creditore di una partecipazione agli utili, o alle perdite nei limiti dell'apporto eseguito, o solo di una partecipazione agli utili, con credito al rimborso dell'apporto o creditore della somministrazione di determinati servizi della società”*.⁶⁰

⁵⁹ <http://www.notaiodidomenico.it/DOTTRINA/SOCIETA'/azioni.htm>

⁶⁰ www.diritto24.ilsole24ore.com – Marco Manuli

La seconda caratteristica distintiva rispetto alle azioni è l'utilizzo dei conferimenti azionari per costituire il capitale sociale, che a differenza dei conferimenti effettuati per l'emissione degli strumenti in questione costituiscono un finanziamento non di competenza del capitale.

Va precisato che non si tratta di azioni, ma di titoli che, nella misura determinata dallo statuto, godono di diritti di proprietà o addirittura di diritti amministrativi, escluso il diritto di voto in assemblea. I diritti a disposizione dei possessori di strumenti finanziari sono:

- diritti patrimoniali: rimborso dell'apporto alla scadenza, si può inoltre prevedere un diritto a una quota degli utili attraverso una remunerazione fissa o indicizzata.

- diritti amministrativi: che saranno previsti dallo statuto ma che andranno però coordinati con quanto disposto nell'art 2346: esclusione del voto nell'assemblea generale.

- diritti alla circolazione: lo statuto può optare per una qualsiasi delle leggi di circolazione non ritenendosi applicabile il divieto di emissione dei titoli di credito al portatore.

In particolare, i diritti patrimoniali possono consistere nella partecipazione agli utili di bilancio, oppure agli utili che la società ottenga da uno specifico affare, ed inoltre la remunerazione del capitale potrà essere legata agli utili dell'impresa o a indici fissi; potrà essere postergata o anteposta a quella dei soci; potrà essere soggetta a condizioni e limiti.

I diritti amministrativi consistono, invece, nel diritto di controllo, nel diritto di voto su argomenti specificamente indicati per la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco.

Tuttavia, l'istituto pone delle limitazioni: la prima riguarda l'esercizio del diritto di opzione, la seconda invece il diritto di votare nell'assemblea dei soci.

Esso si riferisce alle sole delibere dell'assemblea generale, consentendo invece, secondo quanto dispone l'ultimo comma dell'art. 2351, *“l'esercizio del diritto di voto su argomenti specificamente indicati.”*

L'attribuzione o meno di diritti amministrativi va poi ad influire anche sulla disciplina a cui tali strumenti partecipativi devono attenersi. Nel caso di strumenti finanziari partecipativi privi di diritti amministrativi, e quindi caratterizzati unicamente ad un diritto al rimborso sarà infatti applicata la disciplina delle obbligazioni. Nel caso invece di strumenti finanziari partecipativi che conferiscono anche diritti amministrativi, sarà invece applicata la disciplina delle assemblee speciali.

Capitolo 3- Azioni a voto plurimo ed Azioni a voto maggiorato

3.1 - Premessa generale e sviluppo nel tempo delle azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto

L'introduzione delle azioni a voto maggiorato (fino a due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi) e delle azioni a voto plurimo (fino a tre voti) è stato possibile grazie ad alcune circostanze e nel tempo ha provocato diverse controversie. Basti pensare a quello che è successo con ENEL ed ENI, nelle quali attraverso la maggiorazione del voto è stato possibile alienare ulteriori azioni senza perdere la maggioranza di fatto in assemblea, oppure al caso FIAT dove la società *“ha adottato una struttura dell'emissione azionaria che consente a chi si è qualificato, nell'ambito del processo di fusione e trasferimento della sede all'estero, o a chi deterrà le azioni emesse dopo il trasferimento per oltre tre anni, di ricevere azioni a titolo gratuito con diritto di voto, che non possono essere vendute o date in pegno e che sono soggette a riscatto senza corrispettivo in caso di cessione”*⁶¹.

In un contesto particolarmente fragile e instabile, diverse furono le posizioni assunte dai diversi giuristi ed economisti dell'epoca riguardo al dibattito sul voto multiplo. In particolare, vi era una netta divisione tra chi come Cesare Vivante, famoso giurista ed esperto in economia, accoglieva favorevolmente le azioni a voto plurimo come strumento giuridico in grado di garantire il controllo della società al gruppo di azionisti stabili ed interessati alle vicende societarie nel complesso; e chi era di pensiero opposto come l'economista di stampo liberale Attilio Cabiati, il quale criticava l'eccessivo potere attribuito alle azioni a voto multiplo poiché riteneva che esse potessero portare alla creazione di vere e proprie oligarchie di azionisti. Tale pensiero fu successivamente rafforzato dal pensiero di Luigi Einaudi, economista e politico, secondo cui tali azioni non rappresentavano altro che un disincentivo all'investimento per gli azionisti risparmiatori, i quali *“notando l'eccessivo gap di potere tra il proprio e quello degli azionisti in possesso delle azioni a voto multiplo, avrebbero investito in società dove tali azioni non fossero state emesse.”*⁶²

Con il codice del 1942 viene posto un freno all'acceso dibattito in merito all'emissione di tali azioni, andando espressamente a vietare la loro emissione ed ispirandosi ad un principio di proporzionalità tra potere del socio e rischio dallo stesso assunto con l'investimento azionario. *“Tale principio è sintetizzabile nell'espressione “un'azione, un voto” e si sviluppa in tre regole:*

i) *solo le azioni attribuiscono il diritto di voto (“nessun voto senza azioni”);*

⁶¹AdviseOnly-Corrado Griffa – *Se le azioni a voto plurimo favoriscono i salotti buoni*

⁶² *Il sole 24 ore- Il decreto di competitività del 2014 ed il diritto di voto plurimo nelle società quotate*

- ii) *ciascun'azione attribuisce il diritto di voto ("nessuna azione senza voto");*
- iii) *ogni azione attribuisce un voto soltanto ("una azione, un voto soltanto");"*⁶³

Il codice civile del 1942 rispettava pienamente le sopra elencate regole: *"innanzitutto, il diritto di voto era assegnato solo a coloro che vantavano un diritto di proprietà, di usufrutto o di pegno sulle azioni (cfr. art. 2351, comma 1, c.c.) e, conseguentemente il voto non poteva essere in qualche modo scisso dall'azione ("nessun voto senza azioni"); in secondo luogo, il legislatore aveva escluso la possibilità di privare del tutto i soci del diritto di voto ("nessuna azione senza voto"), poiché, per regola generale, le azioni erano dotate di diritto di voto in qualunque contesto sociale; infine, vi era il divieto assoluto (art. 2351, comma 3, c.c., ante riforma) di emissione di azioni a voto plurimo ("una azione, un voto")."*⁶⁴

Questo rigido sistema normativo ha permesso nel tempo una maggiore libertà grazie all'introduzione nel 1974, per le sole società quotate, delle azioni di risparmio, azioni senza diritto di voto e con particolari privilegi patrimoniali.

Tuttavia, questa possibilità rifletteva solo una delle molteplici novità che dovevano ancora accadere, poiché con la riforma delle società di capitali del 2003 il principio "un'azione e un voto" ha subito un notevole temperamento. Infatti, pur mantenendo il divieto di emettere azioni a voto plurimo, il legislatore ha previsto la possibilità di introdurre negli statuti delle s.p.a. delle clausole limitative del diritto di voto. *"Quanto al principio secondo cui solo le azioni attribuiscono il diritto di voto ("nessun voto senza azioni"), è stata introdotta la nuova figura degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6 e art. 2349, comma 2, c.c.), che, pur non attribuendo al titolare la qualifica di socio, consentono però di assegnare ai "sottoscrittori" il diritto di voto su specifici argomenti".* Inoltre, venne consentito a tutte le società di restringere o limitare a particolari argomenti il diritto di voto o subordinarlo a particolari condizioni.

Il Decreto Competitività, entrato in vigore il 25 giugno 2014, ha introdotto importanti modifiche in merito alla disciplina delle società quotate, in particolare per quanto riguarda il diritto di voto.

Il decreto ha infatti modificato il decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 del Testo Unico della Finanza, che ha introdotto l'art. 127-quinquies in merito alla maggiorazione del diritto di voto, consentendo allo statuto della società di prevedere un aumento del voto fino ad un massimo di due voti per ogni azione di uno stesso soggetto per un periodo continuativo non inferiore a 24 mesi dalla data di registrazione.

⁶³ *Il Decreto di Competitività 2014 ed il diritto di voto plurimo nelle società quotate -22 Luglio 2014*

⁶⁴ *Il Decreto di Competitività 2014 ed il diritto di voto plurimo nelle società quotate -22 Luglio 2014*

Il Decreto Competitività ha quindi previsto un'importante deroga alle disposizioni dell'art. 2351, secondo il quale non era possibile emettere azioni con più voti. La normativa ha superato il principio "un'azione - un voto" e ha reso possibili strumenti di flessibilità che consentono agli azionisti di maggioranza di collocare sul mercato un maggior numero di azioni, aumentando così la liquidità del titolo, mantenendo il controllo dell'emittente.

La possibilità di emettere azioni a voto plurimo all'interno dello statuto sembra avere un duplice scopo: *“da una parte favorire una maggiore partecipazione alla governance delle società quotate da parte di coloro che si impegnano a rimanere soci per un periodo di tempo sufficientemente lungo da non essere considerati meri speculatori, dall'altro di favorire l'accesso alla quotazione delle imprese, soprattutto familiari, ove il gruppo di controllo può in questo modo mantenere la posizione di azionista di riferimento.”*⁶⁵

3.1.1 - Azioni a voto plurimo

Le azioni a voto plurimo sono state introdotte con la modificazione dell'art. 2351, comma 4, c.c., nel quale oggi si stabilisce che, *“salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può disciplinare la creazione di azioni dotate di diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Ciascuna azione a voto plurimo, si precisa, può attribuire fino ad un massimo di tre voti.”*

Tuttavia, il d.l n. 91/2014 ha introdotto nel TUF l'art. 127-sexies, il quale stabilisce il divieto per gli statuti delle società quotate di poter emettere azioni a voto plurimo, salvo che le stesse abbiano già provveduto ad emetterle *ante* quotazione. *“Le azioni a voto plurimo, dunque, rappresentano uno strumento di cui possono giovare unicamente le società chiuse o quelle aperte, ma non quotate al momento dell'emissione.”*⁶⁶

L'introduzione della facoltà statutaria per le società chiuse di emettere azioni a voto plurimo, sembra essere rivolta alla realizzazione di un preciso intento: quello cioè di *“poter soddisfare l'interesse, del socio o dei soci con maggior capacità imprenditoriali ma con esigua disponibilità economica, a garantire la continuità della società, cercando, allo stesso tempo, di attrarre possibili investimenti, volti all'accrescimento del capitale sociale, da parte di soci-finanziatori.”*⁶⁷

Il legislatore ha deciso di adottare disposizioni diverse per l'emissione di azioni a voto plurimo nel caso in cui avvenga: al momento della costituzione della società o modificando lo statuto in una fase successiva.

⁶⁵ *Il Decreto di Competitività 2014 ed il diritto di voto plurimo nelle società quotate-22 Luglio 2014*

⁶⁶ *G.F. Campobasso, Diritto Commerciale. Diritto delle società II Vol, Utet Giuridica, VI edizione*

⁶⁷ *Azioni a voto plurimo, come e quando assoggettarle a condizione, 10 aprile 2015 – Il Societario*

Nel primo caso, il diritto di emettere azioni a voto multiplo deve essere approvato da tutti gli azionisti della società, mentre nel secondo caso, al fine di introdurre una clausola che consenta l'emissione di azioni a voto multiplo, sarà necessario adottare la delibera di modifica dello statuto con le maggioranze richieste per l'assemblea straordinaria. In particolare, per la prima convocazione l'assemblea straordinaria delibera *“con il voto favorevole di tanti soci che rappresentino più della metà del capitale sociale”*⁶⁸; nel caso di seconda convocazione, sarà regolarmente costituita con la partecipazione di oltre un terzo del capitale sociale e approvata con il voto favorevole di almeno due terzi del capitale rappresentato in assemblea.

Le azioni a voto plurimo hanno diverse caratteristiche che le contraddistinguono:

- possono essere introdotte solo da società non quotate e mantengono le proprie caratteristiche successivamente alla quotazione;
- attribuiscono il diritto di voto plurimo non appena avviene l'iscrizione all'interno dello statuto;
- Attribuiscono fino a 3 voti per azione;
- Non perdono il voto plurimo nel caso in cui vengano cedute o se cambia il controllo della società;

Anche nel caso delle azioni a voto plurimo, la normativa consente ampi margini di manovra per personalizzare la propria *governance*.

*“In particolare, il diritto di voto plurimo può essere limitato a specifiche categorie di decisioni (es. nomina amministratori, operazioni straordinarie, etc.) o essere subordinato al verificarsi di particolari condizioni, purché non meramente potestative.”*⁶⁹

Ciò significa che i soci potrebbero decidere di inserire nello statuto delle clausole che prevedano il voto plurimo esclusivamente nel contesto delle assemblee ordinarie (per l'approvazione del bilancio o distribuzione utili), oppure esclusivamente per le assemblee straordinarie, come nel caso di operazioni sul capitale sociale o liquidazione della società.

Inoltre, nelle società che emettono azioni con più voti, è molto comune applicare meccanismi di lock-in, cioè dare all'azionista un triplo voto fino al raggiungimento di una certa soglia di capitale sociale nel tempo. Quando all'interno della società si raggiunge un livello di capitale di notevole importanza, il voto potrebbe diventare doppio o unico o, in alcuni casi, eliminarlo. La logica alla base di questo meccanismo è quella di ridisegnare gli equilibri economici e le strutture organizzative sociali della società, per evitare di conferire ad alcuni membri un potere decisionale eccessivo sulle minoranze.

⁶⁸ Art 2368 c.c.

⁶⁹ *Maggiorazione del diritto di voto e azioni a voto plurimo: un primo bilancio- White & Case LLP*

“Le azioni a voto plurimo potrebbero essere assegnate (come accade anche nei casi dei c.d. “conferimenti non proporzionali) per rispondere ai più diversi interessi della compagine sociale quali:

- *L’esigenza di regolare preesistenti rapporti di credito tra i soci;*
- *La decisione di compiere una liberalità indiretta nei confronti di uno o più soci;*
- *La necessità di ripagare, tramite l’attribuzione di un maggiore potere decisionale, coloro che assumano particolari incarichi nella società.”⁷⁰*

Come accennato in precedenza, le azioni a voto plurimo possono essere emesse tramite due metodi alternativi: aumento di capitale sociale con l’emissione di nuove azioni o conversione delle azioni già in circolazione. Nel primo caso il procedimento giuridico non è complesso, poiché in fase di costituzione tutti i soci sono consapevoli fin dall’inizio che alcuni di loro hanno un potere maggiori di altri; decisamente più complicato è il secondo caso, nel quale le azioni in circolazione vengano convertite attraverso l’introduzione di una clausola che modifichi lo statuto durante la vita della società. Quanto alle maggioranze necessarie, bisogna distinguere a seconda che si tratti di società già esistenti ed iscritte al Registro delle Imprese entro il 31 agosto 2014 o di società iscritte successivamente a tale data. Per le società iscritte dopo il 1° settembre 2014, si seguiranno le regole tradizionali poste dagli artt. 2368 e 2369 c.c., per le società già esistenti ed iscritte al Registro delle Imprese per calcolare il numero dei voti necessari per l’approvazione di una delibera relativa all’introduzione di azioni a voto plurimo, occorrerà prima verificare la percentuale di capitale sociale presente in assemblea. *“In prima convocazione dovrà partecipare più della metà del capitale sociale, mentre in seconda convocazione sarà sufficiente la presenza di 1/3 del capitale sociale; in entrambe le ipotesi dovrà esservi il voto favorevole dei 2/3 del capitale rappresentato in assemblea”⁷¹*. Dunque, maggiore sarà la percentuale di capitale sociale presente, maggiore dovrà essere la percentuale di capitale favorevole alla modifica statutaria.

Infine, nelle azioni a voto plurimo a differenza del voto maggiorato, il legislatore non fornisce alcuna indicazione per ciò che riguarda il diritto di recesso in caso di introduzione di tali azioni.

La disciplina sul diritto di recesso del socio è prevista dall’art. 2347 c.c., il quale stabilisce che: *“i soci che non hanno concorso alle deliberazioni relative alle modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione hanno diritto di recedere dalla società per tutte o parte delle loro azioni.”* Il principale tema oggetto di discussione è rappresentato dal momento in cui maturerebbe il diritto di recesso. Nello specifico, da un lato vi sono coloro che si oppongono all’applicabilità dell’art. 2437 c.c., in quanto *“il socio avrebbe diritto di recedere dalla società*

⁷⁰ *Il superamento del principio “un’azione-un voto”:* azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato- Elena Ratti

⁷¹ *G.F. Campobasso, Diritto Commerciale. Diritto delle società II Vol, Utet Giuridica, VI edizione*

già quando venga deliberata la modifica dello statuto con l'introduzione di una clausola che, in astratto, consenta l'emissione di azioni a voto plurimo⁷²; mentre i sostenitori dell'art 2437 ritengono che il diritto di recesso sorgerebbe solo quando vi fosse concretamente l'emissione delle azioni a voto plurimo mediante delibera assembleare.

Per concludere, nonostante le azioni a voto plurimo attribuiscono dei vantaggi, la loro presenza potrebbe consentire ad una minoranza (in base al capitale sottoscritto) di detenere la maggioranza dei voti esercitabili in assemblea e di abusare della propria posizione ed utilizzare i voti danneggiando gli altri soci, senza che per la società vi siano benefici o interessi particolari. *“L'attribuzione del voto plurimo, dunque, consentirà di rafforzare la posizione di alcuni azionisti, ma, allo stesso tempo, potrebbe creare situazioni conflittuali tra i soci e favorire manovre non sempre ispirate a principi di correttezza e buona fede da parte dei (pochi) soci possessori di azioni dotate di voto plurimo.”* In particolare, vi sono diverse tecniche per la tutela dei soci sforniti di voto plurimo, ad esempio:

- Conversione automatico delle azioni a voto plurimo in azioni ordinarie qualora vengano a mancare i risultati economici che ne hanno permesso l'introduzione;
- Possibilità di creare tali azioni solo in sede di costituzione della società;
- assegnazione di un privilegio patrimoniale alle azioni a voto ordinario;
- attribuire maggiore responsabilità ai titolari delle azioni a voto plurimo;
- possibilità per la minoranza di convocare l'assemblea per la soppressione delle azioni a voto plurimo;

3.1.2 - Azioni a voto maggiorato

Con il Decreto Competitività 2014 ed in particolare il nuovo articolo 127-quinquies, T.U.F., consente, per le società quotate, in deroga al quarto comma dell'art. 2351 c.c., la possibilità di prevedere, nel proprio statuto, la maggiorazione del voto a beneficio degli azionisti di *“lungo corso”*, con un limite massimo di due voti.

Con il riferimento alle società con azioni quotate, il legislatore ha effettuato scelte nettamente diverse rispetto a quelle riguardanti le società aperte (ma non quotate). L'articolo da un lato vieta la creazione delle azioni a voto plurimo (art 127-sexies, comma1), ma dall'altro *“consente alle società che abbiano emesso azioni a voto plurimo prima di essere ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato mantengano detta categoria anche post quotazione”*⁷³ e, inoltre,

⁷² Il superamento del principio *“un'azione-un voto”*: azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato- Elena Ratti

⁷³ Art 127-sexies

introduce la possibilità di prevedere, tramite una clausola statutaria, la maggiorazione del voto (due voti per ogni azione) per gli azionisti che possiedono

le azioni per un periodo continuativo non inferiore a 24 mesi dall'iscrizione in un apposito elenco.

“L'introduzione del meccanismo di maggiorazione del voto da parte del Legislatore è indirizzata a favorire, da una parte, un maggior controllo delle società quotate da parte di azionisti che si impegnano a rimanere soci per un periodo duraturo, così da non essere considerati meri speculatori, e dall'altro, a favorire la quotazione di imprese, soprattutto familiari, consentendo così al gruppo di controllo di mantenere la posizione di azionista di riferimento”⁷⁴. Le azioni a voto maggiorato attribuiscono al socio un maggior potere decisionale e di conseguenza favoriscono il mantenimento della posizione di controllo da parte del gruppo di riferimento. L'obiettivo che il legislatore intende perseguire con l'istituto del voto maggiorato è diverso, rispetto a quello che si propone di realizzare con le azioni a voto plurimo.

Nel caso di quest'ultima ipotesi, il legislatore si pone come scopo quello *“di incentivare gli investimenti azionari e dunque la crescita economica offrendo agli azionisti ulteriori strumenti per la raccolta di nuove risorse nel mercato dei capitali”*.⁷⁵ L'istituto del voto maggiorato, invece, non costituisce una categoria speciale di azioni ai sensi del quinto comma dell'art. 127-quinquies ma rappresentano un beneficio che viene attribuito al socio al ricorrere di particolari condizioni.

Tale tipologia di azioni ha lo scopo di favorire i soci che effettuano investimenti a lungo termine, favorendo la stabilità e la continuità dell'impresa.

*“La maggiorazione del voto è dunque un premio assegnato all'azionista ed è collegato al mantenimento continuativo del possesso azionario, costituendo allora una sorta di riconoscimento al socio per essere rimasto in società”*⁷⁶.

La disciplina del voto maggiorato ha permesso di adottare il recente intervento legislativo relativo alla maggiorazione dei dividendi. Con tale intervento è stata inserita all'interno dello statuto la possibilità di attribuire in via continuativa un aumento del dividendo a ciascuna azione detenuta dallo stesso azionista.

L'obiettivo è quello di incoraggiare l'azionista ad effettuare investimenti a lungo termine e di incoraggiare l'azionista a rimanere all'interno della società.

Una questione fondamentale per quanto riguarda la maggiorazione dei diritti di voto è quello che succede in caso di cessione di tali azioni. Il trasferimento a titolo oneroso o gratuito di tali azioni comporta l'inevitabile cessazione del beneficio del voto maggiorato, il quale viene mantenuto in

⁷⁴ Il decreto competitività 2014 ed il diritto di voto plurimo nelle società quotate, il Sole24ore.,2014.

⁷⁵ http://www.nuovodirittoellesocieta.it/Voto_plurimo_e_voto_maggiorato

⁷⁶ Il superamento del principio “un'azione-un voto”: azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato- Elena Ratti

caso di successione per causa di morte e nel caso di fusione e scissione del titolare delle azioni, e si estende alle azioni di nuova emissione in caso di aumento di capitale ai sensi del terzo comma dell'art. 2442 del codice civile.

La cessione di tali azioni a titolo oneroso o gratuito, o tramite cessione diretta o indiretta, comporta la perdita di tale beneficio. Tuttavia, l'articolo 127-quinquies nel terzo comma si preoccupa di garantire il diritto di maggiorazione nelle ipotesi di successione *mortis causa* e di fusione o scissione del titolare delle azioni. In particolare, con riferimento al caso della successione *mortis causa* è importante soffermarsi sul patto di famiglia e sul trust.

Il patto di famiglia rappresenta una sorta di successione *mortis causa* anticipata, poiché è una anticipazione di alcuni degli effetti collegati ad una futura successione; mentre per quanto riguarda, invece, l'istituto del *trust*, esso in alcuni casi “*può costituire una figura utile a perseguire finalità di trasmissione di ricchezza verso beneficiari per il tempo in cui una persona avrà cessato di vivere e, dunque, essere assimilabile, quanto agli effetti, ad una vera e propria successione mortis causa*”.⁷⁷

Inoltre, il legislatore, in merito alla conservazione del diritto di maggiorazione, specifica come nelle operazioni di *mortis causa*, fusione, scissione e aumento gratuito del capitale tale diritto venga conservato, salvo diversa disposizione dello statuto. Infatti, nel caso di aumento oneroso di capitale, di fusione o scissione di società non vi è alcun obbligo di garantire la maggiorazione ai soci della risultante, ma solo una facoltà concessa all'autonomia privata di decidere in tal senso. La disposizione normativa, nel caso di aumento a pagamento del capitale sociale, consente allo statuto di poter estendere la maggiorazione del voto alle nuove azioni proporzionalmente.

Il principio della proporzionalità è molto importante perché permette di raggiungere il fine perseguito dal legislatore, ossia quello di premiare la fedeltà dell'azionista. Di conseguenza, nell'ipotesi di cessione del diritto di opzione relativo alle azioni dotate di voto maggiorato, il cessionario, ovviamente, acquisterà la partecipazione sociale sprovvista del diritto di maggiorazione (essendo la stessa legata alla persona dell'azionista e non al titolo)

Per concludere, è importante capire cosa succede, alla maggiorazione del voto nel caso di costituzione di pegno o usufrutto o della sottoposizione a sequestro delle azioni.

L'articolo 127-quinquies non specifica nulla in merito alla scissione tra la titolarità delle azioni e l'esercizio del diritto di voto, tuttavia all'interno della “*Rivista del Diritto Commerciale*”, fondata da Cesare Vivante ed Angelo Sraffa, si afferma che “*la costituzione di pegno pare potersi ritenere equivalente ad una cessione solo qualora sia unita ad un riconoscimento del*

⁷⁷ http://www.nuovodirittodellesocieta.it/Voto_plurimo_e_voto_maggiurato

diritto di voto in capo al creditore pignoratizio; nel caso dell'usufrutto, ancora, la maggiorazione del voto non è persa qualora il diritto di voto rimanga in capo all'azionista, di lungo periodo; quanto al sequestro, infine, non pare che di per sé solo sia un provvedimento idoneo ad interrompere il termine biennale imposto ai fini della maggiorazione del diritto di voto”.

3.2 - Caso Fiat-Chrysler Automobiles NV (“FCA”)

L'assemblea straordinaria di Fiat, nel mese di agosto del 2014, ha approvato il trasferimento della sede del gruppo Fiat-Chrysler dall'Italia all'Olanda. L'operazione ha permesso l'incorporazione di Fiat SpA nella controllata olandese Fiat Investments NV, con il nome di Fiat Chrysler Automobiles NV (“FCA”).

L'operazione è del tutto simile alla fusione tra Fiat Industrial e CNH, che nel 2013 diede vita a CNH Industrial, anch'essa con sede in Olanda. Il gruppo è formato dalla società holding *CNH Industrial N.V.*, quotata presso Piazza Affari e Wall Street a partire dal 29 settembre 2013, e l'azionista di maggioranza è la holding finanziaria di diritto olandese Exor N.V.

Tale gruppo olandese ha successivamente stabilito il domicilio fiscale in Gran Bretagna, per pagare meno tasse sui dividendi. *“La particolare predilezione del gruppo controllato dalla famiglia Agnelli per l'Olanda risiede principalmente nell'opportunità offerta in questo mercato di attribuire diritti di voto addizionali ad alcune categorie di azionisti”*⁷⁸

Gli azionisti della nuova FCA, mantenendo le azioni per almeno tre anni, avrebbero ottenuto un voto addizionale per ciascuna azione registrata, inoltre tale progetto di fusione prevedeva di attribuire il voto addizionale solo a coloro che avevano preso parte all'assemblea del 1/08/2014.

Tuttavia, il meccanismo definito da Fiat (e prima ancora da Fiat Industrial) rappresenta una chiara violazione del principio fondamentale di parità di trattamento degli azionisti, seppure consentita dalle leggi del nuovo Paese di incorporazione, poiché il doppio voto per azione, spettante solo a chi inizialmente ha votato in assemblea straordinaria, è stato attribuito sia che si tratti di azionisti di lungo periodo sia che abbiano acquistato le azioni poco prima del 23 luglio 2014. In questo modo, il voto addizionale ha rappresentato un premio per la partecipazione all'assemblea straordinaria, indipendentemente dall'indirizzo di voto espresso, più che alla “fedeltà” dell'azionista.

Inoltre, per ottenere il voto addizionale, gli azionisti avrebbero dovuto richiedere la registrazione delle proprie azioni nel “*LoyaltyRegister*” attraverso l'apposito modulo pubblicato sul sito della società. Nei confronti del “*LoyaltyRegister*” e dell'intero meccanismo adottato

⁷⁸ *L'Espresso*, articolo di Maurizio Maggi e Stefano Vergine

dalla Fiat, Sergio Carbonara, consulente finanziario di FrontisGovernance, sosteneva che *“il Loyaltyregister è poco leale, è un meccanismo anti-scalata camuffato da premio fedeltà, in molti casi i titoli a voto multiplo non sono azioni ordinarie, come nel caso di Fiat e Cnh, ma azioni non quotate e riservate all’azionista di controllo”*

Il 1° agosto 2014 il noto giornalista TobiasPiller domandò all’ex amministratore delegato Sergio Marchionne come mai il gruppo Chrysler avesse scelto l’Olanda come domicilio legale.

Marchionne riteneva che quella olandese fosse una *«giurisdizione neutrale, che prevede un sistema di corporate governance potenzialmente attraente per chi investe in società multinazionali e, di conseguenza, la costituzione di una società olandese meglio riflette la crescente dimensione internazionale del business del Gruppo»*. La virtuosa “neutralità” dei Paesi Bassi evocata da Marchionne è sostenuta dal “Loyaltyvotingstructure” (struttura di voto legale) che si traduce nel rafforzamento gratuito dell’azionista di maggioranza.

Per concludere, il processo adottato da Fiat rappresenta una chiara violazione del principio di parità di trattamento degli azionisti, poiché la società con l’intento di voler premiare la fedeltà dei soci, in realtà stava cercando di consentire ad Exor di approvare tutte le risoluzioni, sia in ambito ordinario sia straordinario, anche senza il consenso del mercato.

La sede in Olanda ha come scopo principale quello di assegnare i diritti di voto ai soci stabili, il che agevolava il mantenimento del controllo di Exor (la holding della famiglia Agnelli) che detiene poco più del 30% di Fiat. *«Questo sistema aveva l’obiettivo di costruire una base azionaria stabile e di premiare gli azionisti a lungo termine, fornendo al gruppo una maggiore flessibilità nel perseguire opportunità strategiche»*.⁷⁹

⁷⁹ <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2014-01-29/nasce-fiat-chrysler-automobiles-fca-nuovo-gruppo-automobilistico-globale-134502>

CONCLUSIONI

Il presente elaborato ha l'obiettivo di spiegare le varie differenze tra gli organi delle società per azioni in funzione del modello adottato, come si modificano i diritti dei soci attraverso l'emissione di categorie speciali di azioni differenti da quelle ordinarie e, infine, di analizzare il fenomeno delle azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato.

Il Decreto di Competitività del 2014, successivamente convertito in legge l'11 agosto 2014, ha apportato numerosi ed importanti cambiamenti alla disciplina del diritto di voto nelle società per azioni. Esso ha permesso di superare il principio "una azione, un voto", prevedendo una procedura diversa per le società per azioni quotate rispetto a quelle non quotate.

Per le società quotate nella Borsa Italiana vige il divieto di emettere azioni a voto plurimo, mentre per le società non quotate è permesso emettere azioni con diritto di voto plurimo per un massimo di tre voti, ed è possibile mantenere tali azioni anche successivamente alla quotazione.

Inoltre, il presente lavoro di tesi si è posto l'obiettivo di svolgere un'analisi di una particolare applicazione del voto multiplo, ossia il fenomeno del voto maggiorato. Quest'ultimo attribuisce il voto in misura più che proporzionale rispetto al numero di azioni possedute in presenza della condizione della detenzione dell'azione per una durata minima specificata. La differenza tra le azioni a voto plurimo e il fenomeno del voto maggiorato è fondamentalmente di natura tecnica, mentre le prime hanno come scopo quello di incentivare gli investimenti ed offrire ai soci diversi strumenti per la raccolta di nuove risorse, le azioni a voto maggiorato hanno lo scopo di premiare i soci che investono nel lungo periodo nell'azienda e ne favoriscono stabilità e continuità.

Tuttavia, la possibilità per le imprese di emettere azioni con voto maggiorato, però, non sempre ha generato dei risultati positivi. Il caso FCA è un esempio di come in alcuni casi le società abusino di tale diritto. La società, con l'intento di premiare gli azionisti più fedeli, stava cercando in realtà di permettere alla propria holding di approvare tutte le risoluzioni, sia in ambito ordinario che straordinario, senza il consenso del mercato.

In conclusione, è possibile affermare che la regolamentazione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato è utilissima alla limitazione di abusi e salvaguarda la possibilità di violare il principio della parità di trattamento degli azionisti.

BIBLIOGRAFIA

- G.F. Campobasso, Diritto Commerciale. Diritto delle società II Vol. Utet Giuridica, VI edizione
- Diritto Commerciale in rete-Costituzione dell'assemblea e maggioranze
- SAPG-Studio legale e tributario, IL sistema dualistico e di amministrazione e controllo
- Intervento in assemblea e diritto di voto dopo la riforma delle S.P.A- Raffaele Lener
- Dematerializzazioni delle azioni- Giovanni Saccenti 14/02/2018
- Giurisprudenza delle imprese, 30 gennaio 2017- Tribunale di Milano
- Art 2373- Codice civile
- Trib. Udine 5 dicembre 1997, Soc. 1998, 4, 455
- Si veda Relazione al d.lgs. n. 6/2003
- La legge uguale per tutti – Codice civile 1355, commenti
- Commentario del codice civile art.2325-2362, Milano, Giuffrè, pag 540
- Cortellazzo e Soatto, Economia Diritto e Finanza di Impresa, dott. Armando Grigolon, pubblicato su: C&S Informa, volume 12, numero 6 anno 2011
- Borsa italiana, glossario – azioni di risparmio
- ART 145 TUF (comma 1-2)
- La legge è uguale per tutti – Azioni di godimento
- Consiglio notarile di Milano-azioni riscattabili e introduzione della clausola di riscatto.
- Codice CivileART 2349
- AdviseOnly - Corrado Griffa – Se le azioni a voto plurimo favoriscono i salotti buoni
- Il sole 24 ore- Il decreto di competitività del 2014 ed il diritto di voto plurimo nelle società quotate
- Il Decreto di Competitività 2014 ed il diritto di voto plurimo nelle società quotate-22 Luglio 2014
- Maggiorazione del diritto di voto e azioni a voto plurimo: un primo bilancio- White& Case LLP
- Il superamento del principio “un’azione-un voto”: azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato- Elena Ratti
- L'Espresso, di Maurizio Maggi e Stefano Vergine
- I decreto competitività 2014 ed il diritto di voto plurimo nelle società quotate, il Sole24ore 2014

- Fiat diventa FCA e trasloca: sede fiscale in Olanda, quella fiscale in Gran Bretagna - Il Sole24ore

SITOGRAFIA

- <https://www.pmi.it/professioni/regole-e-compensi/195678/corporate-governance-sistema-tradizionale-monistico-o-dualistico.html>
- <https://www.mediobanca.com/it/corporate-governance/evoluzione-della-governance/modello-di-governance.html>
- <https://giuricivile.it/il-consiglio-di-gestione-nel-sistema-dualistico-confronto-con-il-cda-del-sistema-tradizionale/>
- www.diritto24.ilsole24ore.com
- <http://www.nuovodirittodellesocieta.it>
- <https://www.fcagroup.com/it-IT/group/history/Pages/default.aspx>
- <http://www.bankpedia.org/index.php/it/133-italian/v/23061-voto-di-lista>
- <http://www.notaiodidomenico.it/DOTTRINA/SOCIETA'/azioni.htm>
- https://www.ilsole24ore.com/pdf2010/Editrice/ILSOLE24ORE/ILSOLE24ORE/Online/_Oggetti_Embedded/Documenti/2019/05/13/ConflittoInteresseSentenzaRM.pdf