



*Dipartimento di Impresa e Management*

*Cattedra di Diritto Commerciale*

**LA DIALETTICA ASSEMBLEARE: IL SUPERAMENTO DEL  
PRINCIPIO *ONE SHARE ONE VOTE*. UNA PROSPETTIVA  
COMPARATISTICA.**

RELATORE

Prof. Raffaele Lener

CANDIDATO

GIANMARIA CECERE

Matricola 215211

ANNO ACCADEMICO 2018/2019

## **PARTE PRIMA**

### **L'indagine comparatista**

1. La deviazione del principio *one share one vote* nell'indagine europea: *Report on the proportionality principle in the European Union*.
2. *Control enhancing mechanism* e libertà contrattuale.
3. Il sistema tedesco di attribuzione del diritto di voto nell'*Aktiengesetz*.
4. Le deviazioni dalla regola *une action, une voix* nell'ordinamento francese.
5. *Multiple voting shares* nel *Companies Act* svedese.
6. *Special voting shares* nel *Burgerlijk Wetboek* dei Paesi Bassi.
7. La disciplina nordamericana in tema di voto plurimo nel *Model Business Corporation Act*.

## **PARTE SECONDA**

### ***One share one vote* nel sistema italiano di *corporate governance*.**

#### **CAPITOLO PRIMO**

#### **La prospettiva storica: la correlazione rischio – potere nell'ordinamento italiano.**

1. L'organizzazione dell'impresa in forma societaria nel codice del 1942: il divieto di emissione delle azioni a voto plurimo nell'art. 2351 c.c.
2. Le azioni privilegiate nel codice civile e le azioni di risparmio nel Testo Unico della Finanza: un bilanciamento tra privazione del diritto di voto e privilegi patrimoniali.

3. L'autonomia statutaria della allocazione del diritto di voto nella riforma organica delle società del 2003.

## **CAPITOLO SECONDO**

### **Azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato: una novità nell'ordinamento italiano.**

1. Le azioni a voto plurimo nelle società non quotate.
2. Le azioni a voto maggiorato nelle società con titoli ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati.
3. La disciplina dei *quorum* assembleari: le deviazioni.
4. Le ipotesi di aumento di capitale in presenza di azioni a voto plurimo o maggiorato.
5. *Mergers and acquisitions* in presenza di deviazioni dal principio *one share one vote*.
6. *Tender offers* e maggiorazione del diritto di voto.

## INTRODUZIONE

Nel 2014 avevo 17 anni e frequentavo il liceo Classico, poco e niente sapevo di Diritto Societario se non qualche termine chiave per sentito dire. Eppure, il 24 giugno di quell'anno faceva la sua comparsa un decreto-legge che avrebbe stravolto da lì in avanti la struttura organizzativa delle imprese, dei loro azionariati, suscitando perplessità ai più tradizionalisti e al tempo stesso provocando soddisfazione a quel mondo imprenditoriale che desiderava da tempo una tale "mini rivoluzione".

Mi sto riferendo al c.d. "Decreto Competitività", un atto normativo di profondo significato nel nostro ordinamento che rivoluzionò un principio considerato cardine in materia societaria: la perfetta corrispondenza tra capitale investito e potere amministrativo, ossia tra numero di azioni e numero di voti, il c.d. principio "one share, one vote". Venne dunque modificato l'art. 2351 c.c. nei suoi commi, ma venne soprattutto abolito il divieto di emissione delle azioni a voto plurimo da parte delle società non quotate.

Ritengo ora, a differenza di 5 anni fa, di aver appreso le nozioni fondamentali e di avere a disposizione gli strumenti necessari per imbattermi in uno studio approfondito del tema, di indagare le motivazioni che spinsero il legislatore ad attuare una così profonda modifica del diritto societario rimettendo in discussione il principio di uguaglianza tra i soci e sconvolgendo il rapporto di proporzionalità "rischio-potere" che prima era alla base.

Affronterò, quindi, le cause sociali ed economiche alla base di questo cambiamento normativo, analizzerò la disciplina nel dettaglio a livello dottrinale e inserita nel contesto di corporate governance italiano dove questa si è riflessa all'interno delle società alterando i rispettivi quorum assembleari e le strutture degli azionariati.

Intendo però aprire lo studio con una visione più ampia e generale del tema. Comincerò richiamando alla memoria le tappe principali percorse e le posizioni assunte dal legislatore europeo in merito alla deviazione del principio "one share, one vote" fino a giungere a trattare singolarmente alcuni ordinamenti nazionali che nel corso della loro storia normativa si sono discostati dalla regola un'azione, un voto. Concluderò la prima parte con un'indagine oltre oceano (farò riferimento agli Stati Uniti) a testimonianza di come la modifica del principio di proporzionalità in esame sia stata una necessità condivisa nel mondo imprenditoriale internazionale.

# PARTE PRIMA

## L'INDAGINE COMPARATISTA.

### **1. La deviazione del principio *one share one vote* nell'indagine europea: *Report on the proportionality principle in the European Union.***

La seguente tesi si apre volutamente con un'indagine europea sul celebre principio "*one share, one vote*". In particolare, si analizzerà come questo principio si è evoluto nei vari ordinamenti internazionali nel corso del tempo fino ad essere recepito, e vedremo in quali modalità, dal nostro legislatore.

Una prima analisi storica ed evolutiva del rapporto "rischio-potere", del collegato principio "*one share, one vote*" e delle deviazioni da esso risulta fondamentale come base su cui costruire la seguente tesi.

Sarà esaminato l'atteggiamento della Commissione Europea che fin dai primi anni del duemila, momento storico di forte fermento dei mercati dei capitali e di crescita della pressione degli investitori istituzionali<sup>1</sup>, ha divulgato studi e condotto approfondimenti sulle pratiche di discostamento dal principio di proporzionalità potere-rischio messe in atto dall'imprenditoria europea.

Quindi, il primo capitolo intende aprirsi con un'indagine critica sui meccanismi di deviazione dal principio *one share, one vote*

---

<sup>1</sup> FERRARINI G., "*Un'azione - un voto*": *un principio europeo?*", in Riv. soc., 2006, pp. 24 e ss.

(oggetto degli studi della Commissione Europea) e indagare la posizione assunta dal legislatore comunitario negli ultimi decenni. Nei paragrafi seguenti il *focus* dello studio verrà spostato sui singoli Paesi e sui loro ordinamenti al fine di mettere in luce come, al livello nazionale, hanno inteso discostarsi dal principio di proporzionalità fino, in alcuni casi, ad autorizzare l'emissione delle azioni a voto plurimo.

A partire dalla seconda metà del XIX secolo, il sistema di attribuzione del voto che si diffuse per la maggiore nelle società europee fu caratterizzato dal principio "un'azione, un voto", principio considerato ideale in quanto rappresenta al meglio lo stretto collegamento che intercorre tra interesse economico e potere di intervento nella vita societaria<sup>2</sup>.

L'adozione da parte delle società del suddetto principio fu in verità graduale.

Dapprima era il socio in quanto persona ad avere un ruolo centrale nella cornice societaria, da qui ne deriva che il potere attribuitogli non rappresentava realmente quanto avesse investito in termini economici poichè tutti i soci erano considerati uguali. Solamente in un secondo momento, con l'espansione dei mercati azionari, il modello personalistico cominciò a sfumare fino ad affermarsi il modello economico, il quale diede impulso alla diffusione della formula *one share on vote*.

Si creò così un sistema societario impersonale, caratterizzato da un continuo cambio di soci e in cui il voto non era più *ad personam*, ma rifletteva il rischio sostenuto "dall'azionista-investitore". D'altro canto, le più ampie risorse finanziarie dei grandi investitori, che potevano così assicurarsi un maggior potere nelle loro mani,

---

<sup>2</sup> ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., "La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo", in Quaderni giuridici CONSOB, n. 5, gennaio 2014. pp. 9 e ss.

disincentivarono i piccoli investitori spesso allontanandoli dalla sfera sociale<sup>3</sup>.

Attualmente in quasi tutti gli ordinamenti europei è presente il principio "un'azione, un voto" come regola dispositiva o suppletiva. La funzione della regola suppletiva è semplice ma fondamentale, ossia dettare una norma applicabile in quei casi in cui l'autonomia privata non si sia manifestata efficace e completare una regola che altrimenti resterebbe incompleta. La norma dispositiva o suppletiva "un'azione, un voto" è disposta dal legislatore per raggiungere i suoi obiettivi di regolamentazione della disciplina, e non va confusa con la semplice disciplina di un determinato rapporto, dalla quale salvo casi eccezionali non si può deviare. Il principio "un'azione, un voto" è allora funzione "politica" di quel che il legislatore considera essere la migliore disciplina di regolamentazione in un determinato momento storico, e infatti se tornassimo indietro nel tempo vedremmo come il codice di commercio italiano del 1882 prevedeva come regola di *default* il voto per scagioni, oppure tutt'oggi in Francia la regola dispositiva stabilisce, per le società quotate, l'assegnazione di un voto doppio alle azioni detenute dall'azionista per il periodo previsto dalla legge<sup>4</sup>.

Il principio "un'azione, un voto" è il fondamento della vita assembleare di una società. Esso presuppone che chiunque sia titolare almeno di un'azione con diritto di voto è legittimato da tale possesso a esprimere la propria volontà e ad esercitare il potere correlato alla partecipazione all'interno della società secondo la formula "tante azioni tanti voti".

---

<sup>3</sup> LA SALA, *"Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni"*, Torino, Giappichelli, 2011, pp. 6

<sup>4</sup> SPOLIDORO M.S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei, XXVIII Convegno di studio su Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati, Fondazione centro Internazionale su diritto, società, economia"*, pp. 4

In questo primo paragrafo intendo affrontare e ripercorrere le principali tappe del dibattito europeo sulla recezione da parte degli ordinamenti nazionali delle azioni a voto multiplo (a proposito delle quali vi sarà una trattazione approfondita monotematica nel capitolo 2 della seconda parte), in particolare su come sia cambiato il punto di vista sui criteri di attribuzione del diritto di voto agli azionisti.

Il primo passo fu l'istituzione nel 2001 da parte della Commissione Europea dell'*High Level Expert Group on Company Law*<sup>5</sup> con lo scopo di fornire una consulenza indipendente circa due questioni di importanza preminente: fornire linee guida per la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto ed esprimere considerazioni e giudizi in vista di una necessaria modernizzazione del diritto societario europeo<sup>6</sup>.

Nel 2002 l'*High Level Expert Group on Company Law* ufficializzò che il principio "un'azione, un voto" avrebbe dovuto ricoprire un ruolo centrale nel processo di armonizzazione del diritto societario europeo<sup>7</sup>, così che nel maggio 2003 la Commissione Europea decise di condurre appositamente uno studio sulla correlazione rischio-potere all'interno dei vari Paesi e come questi intendevano discostarsi dal principio. L'auspicio della Commissione in tutti i suoi *reports* fu quello che il parallelismo tra il numero di azioni e i diritti di voto venisse recepito come regola comunitaria imperativa.

---

<sup>5</sup> IP/01/1237 del 4 settembre 2001; il gruppo era composto da 7 esperti di diversi Stati membri e nello specifico da: Jaap Winter, come Presidente, José Maria Garrido Garcia, Klaus J. Hopt, Jonathan Rickford, Guido Rossi, Jan Christensen, Joëlle Simon.

<sup>6</sup> Riferimento alla pagina web [www.papers.ssrn.com](http://www.papers.ssrn.com)

<sup>7</sup> *High Level Group of Company Law Experts* affermò ciò sia nel *Report on Issues Related to Takeover Bids* del 10 gennaio 2002 sia nel *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* del 4 novembre 2002.

La Commissione Europea ritenne opportuno che le prime considerazioni fatte sulla materia da parte dell'*High Level Expert Group on Company Law* dovessero essere valutate e semmai integrate da un ulteriore approfondito studio. Così nel 2007 incaricò l'*Institutional Shareholder Services* (ISS), il suo partner *Sherman & Sterling* e l'*European Corporate Governance Institute* (ECGI) di dar vita al progetto che prese il nome di "*Report on the proportionality principle in the European Union*"<sup>8</sup>.

L'obiettivo del progetto, che prende in considerazione 16 stati membri e le giurisdizioni dell'Australia, Giappone e Stati Uniti, fu di esaminare non solo i quadri normativi dei paesi europei, ma anche le loro modalità di deroga dal principio di proporzionalità (ossia i "*control-enhancing mechanisms*" c.d. CEMs, di cui parleremo più avanti) e valutare gli effetti di tali deviazioni sugli investitori europei<sup>9</sup>.

Il *Report on the proportionality principle in the European Union* evidenzia che le numerose società prese in esame (si parla di circa 464 imprese) intendono in maniera diversa tra loro l'attribuzione del diritto di voto agli azionisti non rispecchiando sempre il principio di proporzionalità, e facendo spesso ricorso ai *control-enhancing mechanisms* creando situazioni in cui un soggetto è titolare di diritti di voto (*voting rights*) in misura superiore ai diritti ai flussi di cassa (*cash flow rights*)<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> Report on the Proportionality Principle in the European Union. Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies, documento pdf reperibile sul sito web: [www.reportontheproportionalityeu.com](http://www.reportontheproportionalityeu.com)

<sup>9</sup> Report on the Proportionality Principle in the European Union. Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies, documento pdf reperibile dal sito web: [www.reportontheproportionalityeu.com](http://www.reportontheproportionalityeu.com)

<sup>10</sup> ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., "*La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo*", in Quaderni giuridici CONSOB, n. 5, gennaio 2014. pp. 9 e ss.

Tuttavia, l'effetto dello studio condotto nel 2007 sull'analisi degli effettivi pro e contro sull'utilizzo dello strumento del CEM (quindi sulle deviazioni del principio "un'azione, un voto"<sup>11</sup>) a livello societario rivela che la creazione delle azioni a voto plurimo è molto diffusa negli stati europei (come Paesi Bassi, Svezia, Irlanda, Norvegia, Regno Unito) e al tempo stesso che non risulta esserci alcuna prova che dimostri l'improduttività del discostamento dalla correlazione rischio-potere nella gestione sociale<sup>12</sup>.

La ricerca della modernizzazione societaria è proseguita in un altro studio della Commissione Europea contenuto nel "Libro Verde sul quadro dell'Unione Europea in materia di governo societario" del 2011<sup>13</sup>, il quale si propone di affrontare in particolare due argomenti di assoluta centralità: il consiglio di amministrazione e gli azionisti. All'interno del Libro Verde è emerso che la partecipazione attiva degli azionisti nella vita societaria è un fattore rilevante per le sorti dell'impresa, e che al contrario l'atteggiamento passivo dell'azionista interessato esclusivamente ai profitti di breve termine può rappresentare un ostacolo.

---

<sup>11</sup> "Report on the Proportionality Principle in the European Union (2007) preparato dall'Institutional Investor Services (ISS), dallo *European Corporate Governance Institute* (ECGI) e dallo studio legale Sherman & Sterling (2007) avente ad oggetto il capitale e l'azionariato di 464 imprese in 16 Stati membri. Alle stesse conclusioni, peraltro, è giunto anche analogo studio avente ad oggetto oltre 4.000 società europee (Bennedsen e Nielsen, 2006). Nel 2007 la Commissione Europea ha pubblicato un *Impact Assesment* in cui sono stati presentati i pro e i contro in relazione alla possibilità di intraprendere iniziative di *policy* sul tema. Avendo quindi valutato tutte le argomentazioni utilizzate nell'*Impact Assesment*, il Commissario Mc Creevy evidenziò come non risultassero ragioni per giustificare un intervento comunitario in materia. La stessa *DG Internal Market and Services* decise di interrompere i lavori di approfondimento in questa materia nonostante, all'epoca, la maggioranza della dottrina ritenesse che l'adozione del principio "one share – one vote" apparisse la scelta "ottimale", al fine di promuovere la partecipazione dei soci alla vita societaria e all'organizzazione dell'impresa." cit. ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCIANO N., "La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo", in Quaderni giuridici CONSOB, n. 5, gennaio 2014, pp. 9 e ss.

<sup>12</sup> GUACCERO A., "L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea(?)", in Riv. Soc., 2016, pag. 86

<sup>13</sup> Libro Verde consultabile sul sito web: [www.eurlex.eu](http://www.eurlex.eu)

In quest'ottica si consolidò la predisposizione del legislatore comunitario a stimolare le strutture dell'azionariato delle società ad assumere una visuale di lungo periodo in favore di un maggiore coinvolgimento degli azionisti nella *governance* dell'impresa. Una considerazione a riguardo venne proposta nel 2012 all'interno del "Piano d'Azione della Commissione Europea per la modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario", in cui la Commissione dimostrò l'efficacia di incentivare gli azionisti a investimenti di lungo periodo persino attraverso l'utilizzo di azioni a voto multiplo<sup>14</sup>.

La Commissione Europea ribadì la sua convinzione nella necessità dell'adozione da parte degli agenti economici di una visione d'investimento a lungo termine in un ulteriore studio raccolto all'interno del "Libro Verde sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea"<sup>15</sup>. La convinzione del legislatore è che questa sia la giusta via da seguire per una valorizzazione e crescita dell'economia europea affermando che *"le modalità di gestione delle attività possono svolgere un ruolo essenziale ai fini del finanziamento a lungo termine, in quanto possono allineare gli incentivi dei gestori delle attività, degli investitori e delle imprese su strategie a lungo termine, attenuando le preoccupazioni sulla propensione al breve termine, sulle speculazioni e sui rapporti di agenzia"*<sup>16</sup>.

È in questo quadro legislativo che le società e i loro soci di controllo sono stimolati a derogare al principio *"one share, one vote"*, stimolati senz'altro dall'introduzione di incentivi sotto forma di

---

<sup>14</sup> ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *"La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo"*, in Quaderni giuridici CONSOB, n. 5, gennaio 2014, pp. 9 e ss.

<sup>15</sup> Documento reperibile sulla pagina web: [www.eurlex.eu](http://www.eurlex.eu)

<sup>16</sup> Libro Verde sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea [www.eurlex.eu](http://www.eurlex.eu)

dividendo maggiorato o la possibilità di conferire agli azionisti poteri amministrativi maggiori rispetto alla quota di capitale sottoscritta, ma questo non vuol dire che tutte le società sono tenute a derogare da tale principio, piuttosto ognuna adotta la struttura societaria e prevede l'attribuzione di voto che meglio si adatta alla sua realtà<sup>17</sup>.

Se da un lato vi è quindi ampia autonomia statutaria delle società nello scegliere la struttura del proprio azionariato, dall'altro i legislatori delle singole nazioni impongono alle società rigorose regole di trasparenza circa l'utilizzo delle azioni a voto plurimo o altri meccanismi di rafforzamento del controllo, avendo ben presente il fine prioritario di evitare un eccessivo discostamento dal principio *"one share, one vote"* che potrebbe provocare abusi di potere e abusi della minoranza<sup>18</sup>.

Dopo aver ripercorso i passi e gli studi fondamentali della Commissione Europea possiamo concludere che infine non è stata definita una norma generale e imperativa sull'adottare o meno le azioni a voto plurimo, piuttosto la scelta del legislatore comunitario è stata di consentire che i legislatori nazionali disciplinassero ognuno secondo le proprie esigenze economico finanziarie la materia societaria del proprio paese scegliendo le modalità più opportune di attribuzione del voto, quanto discostarsi dal principio di proporzionalità e decidere se avvalersi o meno del meccanismo dei CEMs.

---

<sup>17</sup> FERRARINI G., *"Un'azione - un voto": un principio europeo?*", in *Riv. soc.*, 2006, pp. 24

<sup>18</sup> Per tali ragioni vi sono nazioni che prevedono un limite di voti attribuibili ad ogni azione (per esempio, due in Francia, dieci in Danimarca, Ungheria e Svezia) o la limitazione dell'esercizio del diritto di voto se raggiunti determinati quorum nelle assemblee (per esempio in Danimarca, Finlandia, Svezia). ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *"La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo"*, in *Quaderni giuridici CONSOB*, n. 5, gennaio 2014, pp. 9 e ss.

## 2. *Control enhancing mechanism* e libertà contrattuale.

Nel seguente paragrafo approfondiremo le varie modalità di deviazione dal principio "*one share, one vote*", le quali vengono raggruppate nella categoria dei *Control enhancing mechanism* (i meccanismi di rafforzamento del controllo, i c.d. CEMs).

Questi meccanismi sono previsti e adottati in misura diversa nei vari ordinamenti europei, ma le conseguenze che vengono a crearsi sono le medesime: situazioni societarie che presentano una discrepanza tra il potere finanziario degli azionisti e il loro potere di voto con il risultato che l'azionista può raggiungere un potere di controllo più che proporzionale alla sua partecipazione<sup>19</sup>.

I *Control enhancing mechanism* possono definirsi sia in un incremento di poteri della minoranza, tramite per esempio l'istituzione del voto a scaglioni oppure del potere di veto agli azionisti che possiedono una certa aliquota di voti, sia in un rafforzamento del predominio dei soci di controllo<sup>20</sup>. In entrambi i casi può ritenersi valido definire tali meccanismi di deviazione come un tentativo di moderare il principio "*one share, one vote*" sulla spinta del principio di libertà contrattuale delle imprese, ossia l'*Inherent right to self Organization principle* (IRSO), secondo cui le società hanno la facoltà, nel rispetto del quadro normativo in cui operano, di strutturare come meglio credono la propria *governance*<sup>21</sup>.

---

<sup>19</sup> Report on the Proportionality Principle in the European Union. Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies, documento pdf reperibile sul sito web: [www.reportontheproportionalityeu.com](http://www.reportontheproportionalityeu.com)

<sup>20</sup> SPOLIDORO M.S., "*Il voto plurimo: i sistemi europei, XXVIII Convegno di studio su Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati*", Fondazione centro Internazionale su diritto, società, economia, pp. 5

A livello puramente teorico i CEMs posso suddividersi in tre classi in base alla loro funzione: i "*mechanisms allowing blockholders to enhance control by leveraging voting power*", i "*mechanisms used to lock-in control*" e gli "*other mechanisms*"<sup>22</sup>.

La prima classe (*mechanisms allowing blockholders*) comprende i meccanismi volti a rafforzare il potere di controllo e stabilizzare le posizioni di vertice della società. Al fine di ciò al suo interno sono comprese le azioni che conferiscono ai possessori un diverso potere di voto (maggiorato) rispetto al corrispettivo investimento come le azioni a voto plurimo e le azioni di fedeltà a voto doppio o plurimo (*multiple voting rights shares*), sono comprese le azioni prive del diritto di voto senza alcun privilegio patrimoniale (*non-voting shares without preference*), le azioni prive del diritto di voto con privilegi patrimoniali (*non-voting preference shares*) e le strutture piramidali (*pyramid structures*), ossia quando è presente una gerarchia verticale tra più società incatenate tra loro al fine di separare la proprietà dal controllo<sup>23</sup>.

La seconda classe (*mechanisms used to lock-in control*) raggruppa invece quei meccanismi volti a ostacolare la costituzione o il trasferimento di una posizione di controllo<sup>24</sup>, e quindi: le azioni che garantiscono ai loro possessori particolari poteri di decisione o veto all'interno dell'assemblea (*priority shares*), i certificati di deposito (*depository certificates*), la costituzione di tetti massimi di voto, di limiti di partecipazione e la disposizione di maggioranze qualificate.

---

<sup>23</sup> Report on the Proportionality Principle in the European Union. Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies, documento pdf reperibile sul sito web: [www.reportontheproportionalityeu.com](http://www.reportontheproportionalityeu.com)

<sup>24</sup> SPOLIDORO M.S., "*Il voto plurimo: i sistemi europei*", XXVIII Convegno di studio su *Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati*", Fondazione centro Internazionale su diritto, società, economia, pp. 5

Nell'ultima classe sono messi insieme le accomandite per azioni, le *golden shares* che conferiscono poteri speciali alle autorità pubbliche, le partecipazioni reciproche e i patti parasociali.

Lo studio condotto nel "*Report on the Proportionality Principle in the European Union*" riporta dati significanti riguardo l'utilizzo dei CEMs nelle 464 società oggetto dello studio: il 44% delle società fa ricorso almeno a un CEM e le nazioni in cui questo strumento è maggiormente presente sono la Spagna, Francia, Svezia, Italia e Ungheria. Il meccanismo più utilizzato tra i CEMs risulta essere la struttura piramidale (nel 27% dei casi), seguita dall'emissione delle azioni con diritti di voto multiplo (nel 21% delle società) e dal ricorso ai patti parasociali (nel 14% dei casi). Detto ciò non tutte le tipologie di CEMs sono autorizzate dai legislatori nazionali, e infatti, ad esempio, l'emissione delle azioni prive del diritto di voto è legalmente concessa nel 42% dei paesi oggetto dello studio<sup>25</sup>, la struttura piramidale è ammessa nel 75% dei Paesi mentre le azioni prioritarie sono autorizzate nel 63% dei Paesi<sup>26</sup>.

Dopo aver esposto una panoramica sulle posizioni del legislatore comunitario a riguardo delle deviazioni dal principio "*one share, one vote*" e come questi meccanismi di deviazione sono classificati, possiamo procedere a illustrare nel dettaglio come i legislatori di alcuni stati europei (quali Germania, Francia, Svezia, Olanda) e l'ordinamento degli Stati Uniti hanno inteso adottare e disciplinare le azioni a voto plurimo.

---

<sup>25</sup> I Paesi europei oggetto dello studio sono: Belgio, Danimarca, Estonia, Francia, Finlandia, Germania, Grecia, Ungheria, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Olanda, Polonia, Spagna, Svezia e l'Inghilterra

<sup>26</sup> Dati raccolti nel Report on the Proportionality Principle in the European Union. Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies, documento pdf reperibile sul sito web: [www.reportontheproportionalityeu.com](http://www.reportontheproportionalityeu.com)

### 3. Il sistema tedesco di attribuzione del diritto di voto nell'*Aktiengesetz*.

Il primo ordinamento giuridico oggetto della nostra analisi è quello tedesco.

In tutta Europa durante il ventesimo secolo si discusse approfonditamente sul tema delle azioni a voto plurimo, sulla loro effettiva praticità e sui benefici economici che si sarebbero potuti raggiungere con la loro introduzione nel sistema giuridico. Da tale dibattito scaturirono posizioni e opinioni diverse sul tema da parte dei paesi europei, tant'è che nel corso di un secolo ci furono paesi come la Francia che inizialmente legittimò l'emissione delle azioni a voto plurimo per poi passare al divieto e infine di nuovo alla loro legittimazione, oppure paesi come la Germania che tra il 1897 e il 1998 attraversò le fasi di legittimazione del voto plurimo, di un successivo divieto relativo e infine abolì definitivamente tale categoria di azioni (l'Italia seguì un *iter* opposto)<sup>27</sup>.

Dall'interpretazione del § 252 del codice di commercio tedesco del 1862, il quale sancisce che "*se esistono parecchie categorie di azioni, il contratto sociale può attribuire alle azioni di una categoria un diritto di voto maggiore di quello spettante alle azioni delle altre categorie*", la dottrina conviene far risalire a tale data l'introduzione nell'ordinamento tedesco delle azioni a voto plurimo basandosi sulla disposizione che afferma che qualora fossero presenti nella medesima società più categorie di azioni, sarebbe spettato all'autonomia della società stessa la scelta di conferire più di un voto per azione ad una determinata categoria<sup>28</sup>.

---

<sup>27</sup> CARRIELLO, "Un formidabile strumento di dominio economico: contrapposizioni teoriche, 'battaglie' finanziarie e tensioni ideologiche sul voto potenziato tra le due Guerre Mondiali", in Quaderni fiorentini 44 (2015), pp. 511

<sup>28</sup> FRE' G., "Le azioni a voto plurimo", in Riv. Dir. Comm., 1926, pp. 152

L'emissione delle azioni a voto plurimo fu ritenuta necessaria dal legislatore tedesco che ne riscontrò un ampio utilizzo in particolar modo nelle fasi successive al primo dopoguerra, momento storico di forte deprezzamento della moneta franco tedesca. Le società nazionali soffrivano la crisi e i capitali esteri, forti di un potere monetario superiore, tentarono ingenti investimenti al fine di impadronirsi del controllo delle società. L'industria tedesca si sarebbe probabilmente ritrovata sotto l'egemonia straniera e per evitare ciò il legislatore autorizzò l'emissione di "azioni preferenziali" che possedevano un diritto di voto plurimo<sup>29</sup>.

La preesistenza all'interno della società di diverse categorie di azioni era la *conditio sine qua non* poteva essere attribuito all'azionista il diritto di voto "potenziato", il quale non doveva necessariamente essere conferito alla categoria di azioni con privilegi patrimoniali minori rispetto alle altre, anche se nella consuetudine il diritto di voto plurimo venne concesso come bilanciamento alle azioni con una deteriore posizione finanziaria<sup>30</sup>. Il legislatore tedesco frenò l'emissione delle azioni a voto plurimo nel 1937 disponendo tramite lo *Stock Corporation Act* tedesco (di seguito "AktG") la loro abolizione fatta eccezione nei casi di deroga ministeriale<sup>31</sup> a tale disposizione. La possibilità concessa alle società di emettere azioni a voto plurimo fu nuovamente preclusa nel 1965<sup>32</sup> e infine definitivamente abrogata nel 1998 con l'entrata in vigore del *Control on Transparency in Business Act* (*Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich*, "KonTraG"), al fine di garantire la proporzionalità tra la quota di

---

<sup>29</sup> *Stock Corporation Act*, AktG del 6 settembre 1965 (BGBl.Ip.1089)

<sup>30</sup> FRE' G., "Le azioni a voto plurimo", in Riv. Dir. Comm., 1926, pp. 153

<sup>31</sup> CARRIELLO, "Un formidabile strumento di dominio economico: contrapposizioni teoriche, 'battaglie' finanziarie e tensioni ideologiche sul voto potenziato tra le due Guerre Mondiali", in Quaderni fiorentini 44 (2015).

<sup>32</sup> *Stock Corporation Act*, AktG del 6 settembre 1965 (BGBl.Ip.1089)

capitale detenuta in una società e i diritti di voto connessi a tale quota<sup>33</sup>.

Tale norma imperativa dettata dal legislatore nel 1998 non ammetteva deroghe, tuttavia fu concesso un periodo transitorio (nei 5 anni successivi) nel quale era possibile attribuire alle azioni il voto plurimo.

Questa avversione alle azioni a voto plurimo da parte del legislatore era fondata su una duplice motivazione. Non era sicuramente ritenuto equo dotare gli azionisti della medesima società in possesso dello stesso numero di azioni di poteri amministrativi sproporzionati tra loro e, soprattutto, in relazione alla propria quota di capitale sottoscritta; in secondo luogo lo strumento in esame non era ritenuto più adeguato ad un mercato di forte mobilitazione di capitali e non favoriva più un efficace controllo da parte dell'azionariato di maggioranza.

Infatti, pur prevedendo diverse categorie di azioni<sup>34</sup>, lo *Stock Corporation Act* tedesco riconosce il diritto di voto a ciascuna azione e non ammette deviazioni da tale principio. Nello specifico, poi, è la sezione 12 AktG a non permettere l'emissione delle azioni a voto plurimo.

Il legislatore tedesco ha previsto una disciplina differente a seconda se la società sia o meno quotata. Fermo restando il principio ben saldo secondo cui ad ogni azione corrisponde un voto, nel caso la società non sia quotata la sez. 134, par. 1, AktG consente di introdurre nello statuto dei limiti all'esercizio del diritto di voto, se invece si tratta di società quotate, queste sono tenute a riconoscere

---

<sup>33</sup> ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., "La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo", in Quaderni giuridici CONSOB, n. 5, gennaio 2014, pp. 39

<sup>34</sup> Sez.11(Classess of Shares), AktG: "Shares may confer different rights, in particular with regard to the distribution of profits and assets. Shares conferring identical rights shall constitute one class". In dottrina, v. Cahn, Donald, 2010, p. 268; Rado, 2011, pp. 22.

il diritto di voto ad ogni azione, eccezione fatta per le azioni privilegiate senza diritto di voto<sup>35</sup>. Qualora la società non riconosca all'azionista in possesso di azioni prive del diritto di voto i suoi diritti patrimoniali, come ad esempio nel caso non gli corrispondesse i dividendi per più esercizi, il titolare delle suddette azioni acquista il diritto di voto fino a quando l'importo non venga saldato provocando l'adeguamento dei quorum assembleari (sez. 140, par. 2, AktG)<sup>36</sup>. Nell'ipotesi in cui la volontà assembleare sia di emettere nuove azioni privilegiate, limitare o eliminare tali privilegi, allora la decisione dovrà essere deliberata dai titolari delle medesime azioni con una maggioranza almeno del 75% dei voti espressi<sup>37</sup>.

Possiamo concludere affermando che in Europa l'ordinamento tedesco assume connotati tradizionalisti, antepoendo il principio *"one share, one vote"*, considerato una norma imperativa priva di deroghe.

---

<sup>35</sup> In tal caso le azioni privilegiate prive del diritto di voto non possono superare la metà del capitale sociale

<sup>36</sup> Sez.140 (Rights of Preferred Shareholders), AktG: *"(2) If the preferred dividend is not paid or not paid in full in any given year and if the amounts in arrear are not paid in the next following year, together with the full preferred dividend for such year, the holders of preferred shares shall have voting rights until the amounts in arrear have been paid. In such case, the preferred shares shall also be taken into account in computing any capital majority required by law or the articles"*.

<sup>37</sup> ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *"La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo"*, in Quaderni giuridici CONSOB, n. 5, gennaio 2014, pp. 40

#### **4. Le deviazioni dalla regola *une action, une voix* nell'ordinamento francese.**

Come anticipato in precedenza l'ordinamento francese cambiò più volte la sua posizione in merito all'attribuzione o meno di più voti alle singole azioni.

In un primo momento era consentita l'emissione di azioni a voto plurimo, successivamente venne abolita ogni deroga al principio "*une action, une voix*"<sup>38</sup> e infine, attualmente, il legislatore francese riconosce alle società l'autonomia statutaria di prevedere le c.d. azioni a voto doppio.

Fin dal 1807, anno in cui venne emanato il *Code de Commerce*, le società di capitali francesi (di seguito anche *sociétés anonymes*<sup>39</sup>) facevano largo uso delle azioni con voto potenziato. La possibilità concessa alle società francesi di ricorrere all'attribuzione di più di un voto alla singola azione ha permesso, specie ai soci fondatori, di rafforzare la loro posizione di controllo. Infatti, analogamente a quanto accadeva in Italia in quel periodo, ingenti capitali esteri, considerando l'economia oltralpe in flessione e sempre più in difficoltà, investivano senza tregua nell'industria francese tentando scalate ostili fino alle posizioni di vertice delle società, e l'emissione di azioni a voto plurimo rappresentava per gli azionisti francesi l'arma migliore per impedire ciò e mantenere il controllo delle assemblee<sup>40</sup>.

---

<sup>38</sup> Principio secondo il quale ad ogni azione, rappresentante della quota di capitale sottoscritta, corrisponde un solo voto, rispettando così il principio di proporzionalità

<sup>39</sup> "*La société anonyme est une société commerciale dont le capital est constitué par voie de souscription d'actions et dont les associés ne sont responsables du paiement des dettes de la société qu'à concurrence de leurs apports.*" MERLE P., "*Droite commerciale, Sociétés commerciales*", Paris 2008, pp. 374

<sup>40</sup> ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., "*La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo*", in Quaderni giuridici CONSOB, n. 5, gennaio 2014, pp. 33

Per molti anni, sino al 1933, le *sociétés anonymes* fecero ampio uso delle azioni a voto plurimo, a dimostrazione che era un istituto ben funzionante ed efficace.

Il primo cambio di rotta in materia ci fu il 13 novembre del 1933, giorno in cui venne promulgata una legge<sup>41</sup> tramite la quale si disponeva a livello normativo la validità e inderogabilità del principio *une action, une voix* e quindi il divieto di emissione di azioni a voto plurimo. Le società di capitali francesi erano tenute a rispettare il principio di proporzionalità tra numero di azioni emesse e numero di voti assegnati alle medesime azioni.

Tutt'oggi questa è la regola imperativa per le società per azioni, anche se parallelamente a tale principio di proporzionalità<sup>42</sup> è stata riconosciuta all'autonomia statutaria la facoltà di attribuire un voto doppio alle azioni che soddisfano particolari condizioni, una su tutte il possesso continuato dell'azione per un periodo di tempo predeterminato<sup>43</sup>.

---

<sup>41</sup> La legge del 13 novembre 1933 prevedeva che “*dans les assemblées des actionnaires, le droit de vote attaché aux actions est obligatoirement proportionnel à la quantité du capital souscrit qu’elles représentent respectivement...*”. L’art. 6 della legge del 1933 prevedeva due sole eccezioni al principio di proporzionalità: nelle società miste con azionariato pubblico e nelle società con azionariato straniero. La prima eccezione era volta «à réserver à une élite de techniciens, de financiers ou d’hommes d’affaires le contrôle de la société, pour le plus grand profit de tous les actionnaires et dans l’intérêt de la nation”; la seconda era, invece, finalizzata a «éviter qu’elle [l’entreprise] ne devienne l’apanage de capitalistes ou d’hommes d’affaires étrangers». MERLE P., *"Droite commercial, Sociétés commerciales"*, Paris 2008, pp. 374

<sup>42</sup> Art. L225-122, comma 1, Cdc: “*Sous réserve des dispositions des articles L. 225-10, L. 225-123, L. 225-124, L. 225-125 et L. 225-126, le droit de vote attaché aux actions de capital ou de jouissance est proportionnel à la quotité de capital qu’elles représentent et chaque action donne droit à une voix au moins. Toute clause contraire est réputée non écrite*”.

<sup>43</sup> ALVARO S., CIAVARELLA A., D’ERAMO D., LINCiano N., *"La deviazione dal principio “un’azione - un voto” e le azioni a voto multiplo"*, in Quaderni giuridici CONSOB, n. 5, gennaio 2014, pp. 34

Infatti, il quadro normativo francese dispone con l'art. L225-123, comma 1, del *Code de Commerce*<sup>44</sup> che spetta alla società tramite una previsione statutaria o una deliberazione assembleare straordinaria prevedere l'attribuzione del voto doppio alle azioni nominative e interamente liberate, a patto che sia trascorso un periodo non inferiore ai due anni. Tale periodo di tempo può essere modificato dalla società, con il limite di poterlo solo accrescere e non diminuire (difatti vi sono società che stabilizzano un termine superiore ai due anni<sup>45</sup>).

Il fattore innovativo dell'introduzione delle azioni a voto doppio è il carattere che assume questa norma nella giurisprudenza francese. Questa è una norma dispositiva, una norma che entra in automatico negli statuti delle *sociétés anonymes* salvo diversa disposizione dello statuto, il quale può derogare a tale automatismo raggiungendo in assemblea una maggioranza richiesta maggiore dei 2/3 del capitale rappresentato (art. L.225-96, comma 3, *Code Comm*).

Le azioni di fedeltà a voto doppio hanno un impatto rilevante anche dal punto di vista funzionale. Esse contribuiscono senz'altro a contrastare le pratiche dello *short termism* al fine di orientare gli investimenti degli azionisti nel lungo periodo ed evitare l'abuso di

---

<sup>44</sup> L'articolo L225-123, comma 1, *Code de Commerce* stabilisce infatti che “*Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, peut être attribué, par les statuts à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire.*”

<sup>45</sup> Ad esempio, l'art. 23 dello statuto di LVMH prevede l'attribuzione di un voto doppio dopo tre anni di iscrizione nominativa delle azioni in capo allo stesso azionista: “...2. *Le droit de vote attaché aux actions est proportionnel au capital qu'elles représentent. À égalité de valeur nominale, chaque action de capital ou de jouissance donne droit à une voix. Toutefois, un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité du capital qu'elles représentent, est attribué : - à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis trois ans au moins, au nom du même actionnaire (...)*”. Per ciò, la famiglia Arnault riesce a detenere il 62,4% dei diritti di voto a fronte del 46,5% del capitale.

comportamenti speculativi, ma soprattutto fidelizzano sempre più i soci alla causa sociale e concedendo maggiori poteri amministrativi agli investitori fedeli si vengono a formare azionariati stabili e con comportamenti lungimiranti<sup>46</sup>.

È bene specificare che il beneficio del voto plurimo in caso di cambio del titolare dell'azione può mantenersi o decadere. In particolare, l'art. L225-123, comma 2, del *Code de Commerce* stabilisce che le azioni di nuova emissione, offerte ai soci, frutto di un aumento di capitale con incorporazione di riserve, benefici o premi di emissione, acquistano la maggiorazione del voto se l'azionista è già in possesso di azioni a voto doppio<sup>47</sup>. Invece, come previsto dall'art. L225-124 del medesimo codice<sup>48</sup>, il diritto di voto doppio decade automaticamente nell'istante in cui l'azione è convertita in azione al portatore o passa sotto la proprietà di altro soggetto, al contrario, l'azione mantiene il proprio diritto al voto doppio nei casi di successione, liquidazione della comunione di beni tra coniugi, donazione *inter vivos* e fusione o scissione della

---

<sup>46</sup> SPOLIDORO M. S., "Il voto plurimo: i sistemi europei, XXVIII Convegno di studio su Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati", Fondazione centro Internazionale su diritto, società, economia, p. 14

<sup>47</sup> Art. L225-123, comma 2, Cdc: "*En outre, en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, le droit de vote double peut être conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit*".

<sup>48</sup> Art. L225-124, Cdc: "*Toute action convertie au porteur ou transférée en propriété perd le droit de vote double attribué en application de l'article L. 225-123. Néanmoins, le transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible ne fait pas perdre le droit acquis et n'interrompt pas le délai mentionné au premier alinéa de l'article L. 225-123. Il en est de même, sauf stipulation contraire des statuts de la société ayant attribué le droit de vote double, en cas de transfert par suite d'une fusion ou d'une scission d'une société actionnaire. La fusion ou la scission de la société est sans effet sur le droit de vote double qui peut être exercé au sein de la ou des sociétés bénéficiaires, si les statuts de celles-ci l'ont institué*".

società, casi in cui il trasferimento non fa decadere il diritto di voto doppio né sospende il termine per acquisirlo<sup>49</sup>.

Nell'autonomia statutaria rientra inoltre la facoltà di prevedere dei limiti all'utilizzo del voto doppio. Ai sensi dell'art. L225-125 del *Code de Commerce*, lo statuto può ridurre il numero di voti di cui l'azionista può disporre in assemblea, a patto che tale limitazione sia imposta a tutti i soci a prescindere dalla categoria di azioni possedute (ordinarie o speciali), *"tuttavia, gli effetti di tale limite statutario sono sospesi a partire dalla prima assemblea generale che ha luogo successivamente alla chiusura di un'offerta pubblica di acquisto, qualora l'offerente, da solo o di concerto, venga a detenere una determinata frazione del capitale o dei diritti di voto dell'emittente fissata per via regolamentare, almeno uguale a quella richiesta per la modifica dello statuto e nel limite di tre quarti"*<sup>5051</sup>.

Le *loyalty shares* francesi non devono essere considerate come una categoria speciale di azioni, bensì come una qualità, quella del voto doppio, che viene attribuita a tutte le azioni ordinarie possedute per più di due anni, e perciò un "privilegio" amministrativo raggiungibile da tutti gli azionisti della medesima società.

---

<sup>49</sup> ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *"La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo"*, in Quaderni giuridici CONSOB, n. 5, gennaio 2014, pp. 36

<sup>50</sup> Art.L225-125, comma 1, Cdc: *"Les statuts peuvent limiter le nombre de voix dont chaque actionnaire dispose dans les assemblées, sous la condition que cette limitation soit imposée à toutes les actions sans distinction de catégorie, autres que les actions à dividende prioritaire sans droit de vote. Les effets de la limitation mentionnée à l'alinéa précédent, prévue dans les statuts d'une société qui fait l'objet d'une offre publique et dont des actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé, sont suspendus lors de la première assemblée générale qui suit la clôture de l'offre lorsque l'auteur de l'offre, agissant seul ou de concert, vient à détenir une fraction du capital ou des droits de vote de la société visée par l'offre supérieure à une quotité fixée par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, au moins égale à celle requise pour modifier les statuts, et dans la limite des trois quarts"*.

<sup>51</sup> cit. ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *"La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo"*, in Quaderni giuridici CONSOB, n. 5, gennaio 2014, pp. 36

Secondo i dati del *Report on the Proportionality Principle in the European Union* il 70% delle società francesi ricorre all'utilizzo di almeno un meccanismo di CEM e in particolare del *multiple voting rights shares*. Addentrandonci nello specifico, il 57,5% delle società prevedono alla base della struttura del loro azionariato le azioni a voto doppio<sup>52</sup>.

In ultimo possiamo affermare che l'introduzione delle azioni di fedeltà a voto doppio in Francia ha sicuramente dato degli ottimi riscontri sul piano economico-funzionale, ostacolando l'attività speculativa e stabilizzando l'azionariato delle società, d'altro canto è stato dimostrato come il troppo rafforzamento delle posizioni di controllo ha provocato la mancanza fisiologica di un ricambio della classe dirigenziale<sup>53</sup>.

### **5. *Multiple voting shares nel Companies Act svedese.***

Tra le nazioni europee, la Svezia è il Paese che ricorre maggiormente all'uso di *Control Enhancing Mechanisms*. L'80% delle società per azioni svedesi prevede statutariamente l'emissione di azioni a voto plurimo, affermando così la Svezia nelle prime posizioni in Europa per utilizzo dell'istituto del voto potenziato<sup>54</sup>.

---

<sup>52</sup> Report on the Proportionality Principle in the European Union. Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies, documento pdf reperibile sul sito web: [www.reportontheproportionalityeu.com](http://www.reportontheproportionalityeu.com)

<sup>53</sup> SPOLIDORO M.S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei, XXVIII Convegno di studio su Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati, Fondazione centro Internazionale su diritto, società, economia"*, p. 4

<sup>54</sup> Report on the Proportionality Principle in the European Union. Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies, p. 74. Documento pdf reperibile sul sito web: [www.reportontheproportionalityeu.com](http://www.reportontheproportionalityeu.com)

L'ordinamento svedese, nella sua storia, non ha mai vietato né limitato l'emissione di azioni a voto plurimo, le quali nel corso del tempo si diffusero sempre più.

Detto ciò, il *Companies Act* svedese riconosce comunque come centrale il principio "*one share, one vote*"<sup>55</sup>, tuttavia concede alle società svedesi di prevedere, tramite i propri statuti, categorie speciali di azioni con caratteristiche e potere di voto differenti, potendo così facilmente derogare al principio di proporzionalità "un'azione, un voto"<sup>56</sup>.

Il legislatore svedese ha disposto che il numero massimo di voti attribuibili ad una singola azione sia dieci e che per apportare modifiche statuarie a tale disposizione occorra il raggiungimento in assemblea di almeno i due terzi dei voti espressi e del capitale rappresentato<sup>57</sup>.

A secondo dell'ordinamento europeo, la struttura con la quale vengono emesse le azioni a voto multiplo può cambiare. Infatti, nel quadro normativo svedese, la maggior parte delle società quotate autorizza l'emissione di due classi di azioni: le azioni di "categoria B", alle quali vengono attribuite un voto per ogni azione e solitamente rappresentanti più della metà del capitale, e l'emissione di azioni di "categoria A" con un potere di dieci voti per ciascuna azione<sup>58</sup>.

---

<sup>55</sup> Cap. 4, sez. 1, Swedish Companies Act: "*All shares shall carry equal rights in the company, unless otherwise provided in sections 2-5*"

<sup>56</sup> Cfr. "*Föreskrifter om olika aktieslag 2 § I bolagsordningen får det föreskrivas att aktier av olika slag skall finnas eller kunna ges ut. En sådan föreskrift skall innehålla uppgift om 1. olikheterna mellan aktieslagen, och 2. antalet eller andelen aktier av varje slag. [...]*".

<sup>57</sup> Cap. 7, (General meetings), Majority requirement for resolutions to alter the articles of association sez. 42, SCA: "*Unless otherwise prescribed in sections 43–45, a resolution regarding alteration of the articles of association shall be valid where supported by shareholders holding not less than two-thirds of both the votes cast and the shares represented at the general meeting*".

<sup>58</sup> Report on the Proportionality Principle in the European Union. Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies, p.

La facoltà concessa alle società di dotare la categoria delle azioni a voto plurimo con un così elevato numero di voti ha senz'altro portato a un rafforzamento del potere degli azionisti di maggioranza e ad un maggior controllo da parte dei soci fondatori. Infatti, parte della dottrina ritiene che la comparsa nell'ordinamento svedese delle azioni a voto plurimo sia stata il segno di una "Santa Alleanza" tra i capitalisti nazionali, le banche e il partito socialdemocratico, tutti soggetti preoccupati che le redini delle aziende svedesi potessero passare in mano a soggetti esteri con forti capitali e poco rassicuranti<sup>59</sup>. Alla luce di questa preoccupazione, forse ancora viva, si spiega perché le azioni a voto plurimo non sono quotate in Borsa, non sono quasi mai oggetto di cessione e qualora vengano cedute, nei casi di riorganizzazione aziendale, frequentemente vengono soppresse o sostituite<sup>60</sup>.

La gran parte delle imprese svedesi di grandi dimensioni sono quotate nello *Stockholm Stock Exchange*, la borsa con sede a Stoccolma nella quale per quotarsi viene richiesto alle società grande trasparenza in merito alla propria struttura proprietaria e, mediante la pubblicazione di un registro, viene preteso il rendiconto delle azioni emesse e dell'identità degli azionisti.

In Svezia, tuttavia, la forte maggiorazione del voto non ha provocato un rafforzamento del potere all'interno delle società tale da immobilizzare il mercato delle acquisizioni. Basti pensare che tra il 1990 e il 2002, oltre il 19% annuo delle offerte d'acquisto ha avuto esito positivo confermando così che il ricorso all'emissione

---

27. Documento pdf reperibile sul sito web:  
[www.reportontheproportionalityeu.com](http://www.reportontheproportionalityeu.com)

<sup>59</sup> HÖGFELDT P., *"The History and Politics of Corporate Ownership in Sweden"*, in *A History of Corporate Governance around the World*, edited by R. Morck, University of Chicago Press, Chicago, 2007, pp. 517 e ss.

<sup>60</sup> SPOLIDORO M.S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei"*, in *Federnotizie*, 2014, [www.federnotizie.it](http://www.federnotizie.it)

delle azioni a voto plurimo non scoraggia le operazioni di acquisto societario.

Il caso svedese dimostra, quindi, come sia possibile disciplinare un istituto complesso quale quello del voto plurimo senza provocare una permanente cristallizzazione del controllo societario e al tempo stesso favorire il mercato delle acquisizioni<sup>61</sup>.

#### **6. *Special voting shares* nel *Burgerlijk Wetboek* dei Paesi Bassi.**

L'ordinamento dei Paesi Bassi disciplina attraverso il *Burgerlijk Wetboek* (il codice civile nazionale) le categorie speciali di azioni, inquadrando le azioni a voto plurimo nel pieno rispetto del principio "*one share, one vote*".

Come è infatti ribadito dagli art. 2:118 (in riferimento alle società di tipo aperto) e 2:228 (per le società di tipo chiuso) deve esserci corrispondenza tra l'assegnazione di un'azione e l'attribuzione di un voto, o meglio di almeno un voto. Infatti, alle società per azioni è concessa la facoltà di derogare a tale principio di stretta corrispondenza tra numero di azioni e numero di voti potendo prevedere statutariamente l'emissione di azioni a voto plurimo, a patto però che vi sia proporzionalità tra il valore nominale dell'azione e il diritto di voto espresso, ossia nel momento in cui una società emette categorie di azioni con diverso valore nominale, il diritto di voto multiplo può essere attribuito alle sole azioni con valore nominale a sua volta multiplo del valore delle azioni ordinarie (e nella stessa misura)<sup>62</sup>.

---

<sup>61</sup> Rolf Skog, "*The European Union's Proposed Takeover Directive, the "Breakthrough" Rule and the Swedish System of Dual Class Common Stock*", pagina web: [www.scandinavianlaw.se](http://www.scandinavianlaw.se). p. 8

<sup>62</sup> ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCIANO N., "*La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo*", in Quaderni giuridici CONSOB, n. 5, gennaio 2014, pp. 33

Un esempio può venirci in aiuto per comprendere meglio tale disciplina.

Lo statuto del gruppo quotato ABN AMRO dispone una suddivisione del capitale sociale in due classi di azioni con diverso valore nominale e conseguentemente con diverso potere di voto: le azioni di classe A hanno un valore nominale pari a 1 euro e ciascuna attribuisce cento voti mentre le azioni di classe B hanno un valore nominale pari a 0,01 euro e ciascuna di esse attribuisce un solo voto. È un criterio di attribuzione del voto, quindi, che rispetta e determina una proporzionalità tra capitale sottoscritto e potere di voto.

Nei Paesi Bassi in genere le azioni a voto plurimo sono emesse in piccole quantità, ma dotate ciascuna di un elevato numero di voti rivelandosi uno strumento di controllo molto forte, anche se raramente tale strumento di controllo viene utilizzato per rafforzare la *leadership* aziendale dei soci fondatori o proprietari dell'impresa (emblematico a tal proposito il caso dell'azienda olandese *Heineken* e del suo fondatore Gerard Adriaan Heineken)<sup>63</sup>.

In un ordinamento come quello olandese in cui vi è ampia libertà, seppur regolamentata, di emettere azioni a voto plurimo, è presente al contempo un insieme di rigorose regole di trasparenza che le società devono rispettare (ad esempio i meccanismi CEMs devono essere comunicati integralmente agli azionisti e al mercato) e una serie di importanti diritti in capo ai soci di minoranza per salvaguardare gli interessi delle *minorities* (ad esempio *quorum* rafforzati per alcune delibere assembleari)<sup>64</sup> al fine di evitare che la forte disparità di potere in capo a una cerchia di azionisti

---

<sup>63</sup> SPOLIDORO M.S., "Il voto plurimo: i sistemi europei, XXVIII Convegno di studio su Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati, Fondazione centro Internazionale su diritto, società, economia", p. 11

<sup>64</sup> ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., "La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo", in Quaderni giuridici CONSOB, n. 5, gennaio 2014, pp. 33

sottoscrittori delle azioni a voto plurimo possa escludere del tutto i soci di minoranza di fatto estromettendoli dalle decisioni sociali. Anche nei Paesi Bassi vige la regola che vieta la negoziazione delle azioni a voto multiplo disponendo che queste, se vendute, vengano trasformate in azioni ordinarie<sup>65</sup>.

## **7. La disciplina nordamericana in tema di voto plurimo nel *Model Business Corporation Act*.**

L'ultima analisi comparatistica sul principio "*one share, one vote*" ci spinge oltre i confini europei, precisamente negli Stati Uniti, per un'indagine sull'evoluzione di tale disciplina alla luce dei rilevanti cambiamenti economici di questa Nazione.

La disciplina legislativa nordamericana è predisposta a livello federale nel *Model Business Corporation Act* (MBCA) pur essendovi in tutti gli ordinamenti statali americani un'ulteriore disciplina locale in materia di diritto societario nella quale (pressoché in tutti gli ordinamenti statali) è presente una deviazione dal principio un'azione, un voto<sup>66</sup>. In effetti è proprio ribadito

---

<sup>65</sup> SPOLIDORO M.S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei, XXVIII Convegno di studio su Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati, Fondazione centro Internazionale su diritto, società, economia"*, p. 11

<sup>66</sup> Ad esempio nell'ordinamento del Delaware (come in molti altri stati federali) le società possono prevedere statutariamente l'emissione di azioni a voto pieno, limitato o senza voto: (cfr. § 151, *Delaware General Corporation Law*, di seguito "DGCL", "(a) Every corporation may issue 1 or more classes of stock or 1 or more series of stock within any class thereof, any or all of which classes may be of stock with par value or stock without par value and which classes or series may have such voting powers, full or limited, or no voting powers, and such designations, preferences and relative, participating, optional or other special rights, and qualifications, limitations or restrictions thereof, as shall be stated and expressed in the certificate of incorporation or of any amendment thereto, or in the resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors pursuant to authority expressly vested in it by the provisions of its certificate of incorporation...") ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *"La deviazione dai principi "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo"*, in Quaderni giuridici CONSOB, n. 5, gennaio 2014, pp. 41

all'interno del MBCA, nella sezione § 6.01, che le società godono di ampia autonomia nel configurare la propria struttura azionaria potendo prevedere azioni ordinarie con diritto di voto speciale, con voto limitato o prive del diritto di voto, costituendo difatti diverse categorie di azioni con differenti diritti patrimoniali e amministrativi. La seguente sezione § 7.21, lettera (a), del MBCA fissa come norma dispositiva la proporzionalità tra la quota di capitale sottoscritta e il numero di azioni chiarendo quindi che nei casi in cui lo statuto della società non preveda diversamente ogni azione sottoscritta attribuisce al suo possessore il diritto a un solo voto esercitabile nell'assemblea dei soci.

È bene ora fare una premessa di carattere metodologico. Si parla di una società americana con una struttura *dual class* ogni qual volta questa preveda come configurazione del suo azionariato due o più categorie di azioni con caratteristiche patrimoniali o amministrative differenti, senz'altro in contrasto con il principio di proporzionalità, che danno vita a una *dual o multiple class voting structure*. Non per forza quindi si parlerà di struttura *dual class* solamente se una delle due o più categorie è costituita da azioni a voto multiplo poichè, come appena detto, è sufficiente la presenza di categorie con diritti diversi come potrebbe verificarsi nel caso della compresenza di azioni ordinarie e azioni senza voto (*non-voting*).

La disciplina delle azioni a voto multiplo negli Stati Uniti d'America deve rapportarsi non solo alla normativa federale e dei singoli stati, bensì anche alle regole borsistiche e ai contratti di quotazione (*listing agreements*), i quali senz'altro hanno influito sulla regolamentazione della materia e non sempre hanno concesso una libera deviazione dal principio *one share, one vote* in merito all'introduzione di azioni a voto plurimo ("*multiple voting*" o

“*super-voting shares*”) e azioni senza diritto di voto (“*non-voting shares*”)<sup>67</sup>.

Nel corso degli anni '80 anche le società americane soffrirono i tentativi di scalate da parte di capitali esteri e l'arma migliore per evitare ciò fu il ricorso a meccanismi di rafforzamento del controllo da parte della proprietà (come l'emissione di azioni a voto plurimo). Queste società al tempo stesso non volevano privarsi dell'opportunità di raccolta di risorse finanziarie nei mercati regolamentati e perciò la loro scelta per la quotazione ricadeva sulle borse concorrenti più permissive<sup>68</sup>. Infatti, a quel tempo vi erano borse come l'*American Stock Exchange* (AMEX) e il *New York Stock Exchange* (NYSE) che imponevano limiti piuttosto stringenti alle società in quotazione sulla possibilità di prevedere azioni a voto plurimo, al contrario il NASDAQ sembrava maggiormente tollerabile in tal senso essendo quindi preferito sempre da più società. In un quadro del genere il legislatore americano anziché favorire la quotazione di società con struttura *dual class* emanò la *rule 19-c 4* introducendo il divieto assoluto per le imprese quotate o in fase di quotazione di prevedere alterazioni al diritto di voto delle proprie azioni<sup>69</sup>. Tale legge venne abrogata nel 1990.

Attualmente la disciplina vigente negli Stati Uniti ammette la possibilità di ricorrere alle *multiple voting shares*, azioni a cui può essere attribuito un ampio numero di voti e che non perdono il voto maggiorato né in caso di cessione né se cambia la società che le

---

<sup>67</sup> ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCIANO N., "La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo", in Quaderni giuridici CONSOB, n. 5, gennaio 2014, pp. 42

<sup>68</sup> VENTORUZZO M., "Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?", in Giur. comm., fasc. 3, 2015, p. 2

<sup>69</sup> FERRARINI G., "“Un'azione - un voto”: un principio europeo?", in Riv. soc., 2006, I, pp. 24 e ss, in particolare pp. 40.

detiene<sup>70</sup>. Queste azioni speciali, inquadrare in una struttura *dual class*, possono essere emesse soltanto da società non quotate, con la possibilità di mantenerle anche post quotazione, e non sono considerate negoziabili.

Quindi una tipica struttura *dual class* presenterà due categorie di azioni con una distinzione evidente sul piano amministrativo (potere di voto che conferiscono al titolare) e sul piano patrimoniale (le *multiple voting shares* garantiscono una maggiore percentuale di partecipazione al dividendo) con una categoria di azioni in pieno rispetto del principio *one share, one vote* e l'altra categoria portatrice di un diritto di voto potenziato in grado di garantire a chi le detiene un maggior controllo rispetto alla propria partecipazione finanziaria<sup>71</sup>.

È evidente come una struttura *dual class* di questo genere sia stata pensata come uno strumento vantaggioso per i soci fondatori o i gruppi familiari di controllo capaci così di tenere nelle proprie mani le sorti della società pur non possedendo un'adeguata quota di capitale sociale. Ancora, uno strumento ideale per riconoscere il pieno potere e controllo a quel "fondatore visionario" al quale il mercato vuole riconoscere il suo valore strategico e di guida aziendale che da solo, però, non potrebbe far fronte alla necessità di capitale di finanziamento, ma che grazie a una struttura *dual class* può oltre che quotare la propria società prevedere con assoluta certezza la base di calcolo dei voti e il peso di ciascun socio<sup>72</sup>.

---

<sup>70</sup> VENTORUZZO M., "The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat", 2015, ECGI Working Paper No. 288, 4.

<sup>71</sup> PAUL A. GOMPERS, JOY ISHII, ANDREW METRICK, "Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States", May 2008, consultabile su [www.papers.com](http://www.papers.com)

<sup>72</sup> [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

Le azioni a voto plurimo americane ultimamente si sono diffuse nelle società del settore *high-tech*. Per concludere possiamo riportare i casi di Google e Facebook.

La società del celebre motore di ricerca presenta una struttura *dual class* fin dal 2014, anno della sua IPO, e ha costituito un esempio di struttura societaria per moltissime altre società del suo stesso settore. I suoi fondatori Larry Page e Sergey Brin, insieme ad un'altra ristretta cerchia di soci, detengono azioni di classe B, non negoziabili, che conferiscono loro 10 voti per azione lasciando al mercato la compravendita di azioni ordinarie di classe A alle quali è attribuito un solo voto<sup>73</sup>. È sorprendente come questa struttura possa garantire ai due fondatori il 56% dei voti nell'assemblea dei soci.

D'altro canto, anche il colosso di Menlo Park è caratterizzato da una struttura del proprio azionariato divisa in due classi di azioni con differenti privilegi. Facebook fu quotata nel 2012 e a seguito della sua IPO il socio fondatore Mark Zuckerberg detiene il controllo e la proprietà con il 57% dei voti esercitabili in assemblea nonostante egli detenga solo il 18% della proprietà azionaria, tutto grazie alla titolarità di azioni di classe B<sup>74</sup>.

---

<sup>73</sup> ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCIANO N., *"La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo"*, in Quaderni giuridici CONSOB, n. 5, gennaio 2014, pp. 45

<sup>74</sup> ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCIANO N., *"La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo"*, in Quaderni giuridici CONSOB, n. 5, gennaio 2014, pp. 45

## PARTE SECONDA

### *One share one vote nel sistema italiano di corporate governance.*

#### CAPITOLO PRIMO

#### **La prospettiva storica: la correlazione rischio – potere nell’ordinamento italiano**

##### **1. L’organizzazione dell’impresa in forma societaria nel codice del 1942: il divieto di emissione delle azioni a voto plurimo nell’art. 2351 c.c.**

Rivivere le tappe fondamentali dell’evoluzione del principio *one share one vote* nel nostro ordinamento significa indagare le motivazioni e i passaggi storici che hanno stimolato il legislatore a riformare la disciplina.

In tutta Europa agli inizi del Novecento vi è fermento sia a livello sociale che economico.

Le società per azioni crescono a pieno ritmo e i mercati borsistici vedono aumentare sempre più le negoziazioni. Il deprezzamento monetario a seguito della Prima Guerra Mondiale e la consecutiva apertura dei mercati all'estero suscitò preoccupazioni all'interno della classe manageriale: vi era infatti il timore che capitali esteri più forti potessero facilmente tentare scalate fino ai vertici delle società nazionali. Per evitare ciò, l'immediata risposta degli imprenditori italiani fu il ricorso al meccanismo del voto plurimo<sup>75</sup>. La questione del voto plurimo attirò molte attenzioni e si pose al centro del dibattito giurisprudenziale, a tal punto che venne

---

<sup>75</sup> SCIALOJA A., “*Il voto plurimo nelle società per azioni*”, in *Foro italiano*, I, 1925, pp. 785 ss.

instaurata una Commissione per la revisione dei codici e avviate diverse sottocommissioni, tra le quali ve n'era indicata una con il compito specifico di revisionare il Codice di Commercio<sup>76</sup>.

Nel 1939 iniziarono i lavori di riforma del codice del 1882 che terminarono nel 1942 con il Codice civile del suddetto anno promulgato con r.d 16 marzo 1942, n. 262.

Il nuovo Codice civile diede centralità alla figura dell'imprenditore e dell'impresa e attraverso una trattazione organica della disciplina di diritto finanziario e societario ha dotato di tipicità normativa numerosi profili della materia delle società dei capitali, mutando le azioni in strumenti finanziari<sup>77</sup>.

Lo scopo del legislatore era quello di rivitalizzare il mercato borsistico italiano dotando le società e gli azionisti non solo di una maggiore liquidità del titolo ma anche di più efficienza dell'intero meccanismo di controllo azionario.

Il perno della disciplina in esame era rievocato dall' articolo 2351.

Questo prevedeva che:

*“Ogni azione attribuisce il diritto di voto”*

*“L'atto costitutivo può tuttavia stabilire che le azioni privilegiate nella ripartizione di utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società abbiano diritto di voto soltanto nelle deliberazioni previste nell'art. 2365<sup>78</sup>. Le azioni con voto limitato non possono superare la metà del capitale sociale.”*

*“Non possono emettersi azioni a voto plurimo.”*

---

<sup>76</sup> La Commissione D'Amelio, dal nome di colui che la presiedeva, era la commissione incaricata della revisione del Codice di Commercio.

<sup>77</sup> CARIELLO V., *“Un formidabile strumento di dominio economico”*, in Riv. delle Società, 2012, pp. 565 e ss.

<sup>78</sup> Art. 2365 c.c.: *“La assemblea straordinaria delibera sulle modificazioni dell'atto costitutivo e sull'emissione di obbligazioni. Delibera altresì sulla nomina e sui poteri dei liquidatori a norma degli artt. 2450 e 2452”*.

Il legislatore con il primo comma vuole ribadire prima di tutto come sia centrale il tema del diritto di voto sottolineando una limitata possibilità di andare oltre il principio

"un'azione, un voto" e creare categorie di azioni differenti da quelle ordinarie.

Il secondo comma indica l'esistenza di una categoria di azioni peculiare poiché caratterizzata da un diritto di voto limitato essendo privilegiata nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società. Il legislatore ha voluto quindi bilanciare il limitato potere di natura amministrativa di queste azioni con un privilegio patrimoniale.

Il terzo comma del citato articolo sancisce il divieto finale all'esistenza e all'attribuzione sia di più voti alla singola azione sia di una maggiorazione del diritto di voto stesso rifacendosi al principio "un'azione, un voto soltanto"<sup>79</sup>.

Quest'ultima espressione riassume validamente il fine dell'articolo 2365 che potrebbe essere sintetizzato nelle tre formule "nessun voto senza azione", "nessuna azione senza voto" e "un'azione, un voto soltanto"<sup>80</sup>.

Infatti, venne così chiarita la necessaria qualità di socio per ottenere il diritto di voto, l'impossibilità di privare del tutto un socio del suo diritto di voto e il divieto di accrescere il potere della singola azione. Così affermando il legislatore ha aderito, senza una chiara denuncia, a un modello legale di carattere proporzionale. In altre parole, la partecipazione finanziaria al capitale sociale era strettamente collegata all'esercizio dei poteri e dei diritti che il possesso stesso delle azioni attribuiva al soggetto titolare.

---

<sup>79</sup> Espressioni tratte da SAGLIOCCA M., *“Il definitivo tramonto del principio “un'azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”*, in Riv. not., 2014

<sup>80</sup> BUSANI A. E SAGLIOCCA M., *“Le azioni non si contano ma si pesano: superato il principio “one share on vote” con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato”*, in Le società, , Vol.X, 2014, pp. 1048 ss.

Il legislatore ha voluto quindi salvaguardare l'equa distribuzione del potere garantendo al socio che avesse investito maggiormente un numero di voti nell'assemblea sociale e un diritto di partecipazione agli utili della società congruo alla propria partecipazione azionaria detenuta in fase di sottoscrizione del capitale sociale ovvero mediante un nuovo acquisto di titoli azionari<sup>81</sup>.

Il modello di grande impresa prefigurato nel codice si basa sull'assegnazione di maggior potere gestionale ai soci che, poichè titolari di maggiori quote di capitale, potrebbero subire maggiori perdite derivanti da una mala gestione. Come si comprenderà più avanti questa indissolubile correlazione tra la condizione di socio e il voto in assemblea subì fino alla riforma delle società di capitali del 2003 un graduale declino<sup>82</sup>.

## **2. Le azioni privilegiate nel codice civile e le azioni di risparmio nel Testo Unico della Finanza: un bilanciamento tra privazione del diritto di voto e privilegi patrimoniali.**

È chiaro come il legislatore mediante il codice del 1942 ha voluto fissare ben saldo il principio di proporzionalità nella correlazione rischio - potere all'interno della società. Il socio che partecipa finanziariamente ha diritto ai corrispondenti poteri amministrativi. Un affievolimento del principio sopra citato è la previsione da parte del legislatore delle cosiddette "azioni privilegiate": azioni con il diritto di voto limitato alla sola assemblea straordinaria e con

---

<sup>81</sup> COTTINO G, *“Diritto commerciale”*, Vol. I, Tomo II, III ediz., CEDAM, 1994, pp. 273.

<sup>82</sup> SALANITRO N., *“La riforma delle società di capitali”*, in Banca, borsa e Titoli di credito, Vol. 54, Fascicolo 5, 2001, pp. 561 e ss.

priorità nella ripartizione degli utili e/o nel rimborso del capitale al momento dello scioglimento della società<sup>83</sup>.

Ecco quindi che il legislatore "rimedia" al ridimensionamento della sfera amministrativa tramite un bilanciamento tra il ridotto diritto di voto e la prelazione di carattere patrimoniale sui possessori di azioni ordinarie.

Successivamente quel principio che sembrava, appunto, ben saldo, venne turbato altresì con il riconoscimento nel nostro ordinamento delle "azioni di risparmio" con la legge del 7 Giugno 1974, n. 216. Le azioni di risparmio sono strumenti finanziari del tutto privi del diritto di voto ed emesse unicamente da società quotate. Con esse comparve la figura dell' "azionista risparmiatore", ossia colui che accetta il drastico ridimensionamento dei diritti amministrativi connessi alle proprie azioni poichè interessato del solo ritorno economico, contrapposta alla figura dell' "azionista imprenditore", impegnato nella gestione della società allo scopo di ricavarne utili<sup>84</sup>.

Quanto sopra detto costituisce una grande innovazione. E' stato reso possibile partecipare all'attività d'impresa possedendo azioni che negano la manifestazione della propria volontà, è venuto meno il rapporto di fiducia tra la proprietà della società e chi la guida<sup>85</sup>.

Un'inerente proseguo dello studio è rappresentato dal decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 mediante il quale venne introdotto il noto "Testo Unico delle Finanze", la principale fonte normativa in tema di regolamentazione dei mercati finanziari e della intermediazione finanziaria<sup>86</sup>.

---

<sup>83</sup> CAMPOBASSO G.F., *“Diritto commerciale, Diritto delle società”*, Volume 2. UTET Giuridica, 2015, pp. 209 e ss.

<sup>84</sup> CAMPOBASSO G.F., *“Diritto commerciale, Diritto delle società”*, Volume 2, UTET Giuridica, 2015, pp. 210 e ss.

<sup>85</sup> BIONE M., *“Il voto multiplo: digressioni sul tema”*, in *Giur. Comm.*, 2015, pp. 668

<sup>86</sup> Riferimento al glossario reperibile su [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

Attinente alla nostra indagine è l'articolo 145 del Testo Unico delle Finanze che afferma una volta per tutte che *"le società italiane con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea possono emettere azioni prive del diritto di voto, dotate di particolari privilegi di natura patrimoniale"* ma allo stesso tempo conferisce pieni poteri decisionali alla singola società circa il contenuto del privilegio patrimoniale dichiarando che *"l'atto costitutivo determina il contenuto del privilegio, le condizioni, i limiti, le modalità e i termini per il suo esercizio; stabilisce altresì i diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie o di risparmio"*<sup>87</sup>.

Dunque la nuova normativa del Testo Unico delle Finanze promuove il decremento del diritto di voto specificando come esso debba essere, appunto, bilanciato da privilegi patrimoniali ma nulla espone a riguardo delle azioni a voto plurimo, per le quali rimane il veto di emissione.

### **3. L'autonomia statutaria della allocazione del diritto di voto nella riforma organica delle società del 2003.**

In un momento di forte globalizzazione dei mercati, il legislatore del 2003 ha riformato la disciplina delle società nel nome di una significativa autonomia statutaria innovando quanto fissato dal codice del 1942<sup>88</sup>.

---

<sup>87</sup> Per una trattazione completa del tema, si veda ALPA G., CAPRIGLIONE F., *"Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria"*, CEDAM, 1998.

<sup>88</sup> ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCIANO N., *"Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo"*, Quaderni Giuridici Consob, 5 gennaio 2014

Dotando le società di un'ampia autonomia riguardo alla scelta di categorie di azioni da emettere e dei contenuti delle azioni stesse, la riforma del 2003 ha non solo soddisfatto le varie esigenze dei soci/investitori, ma ha anche così dato una spinta alla raccolta di mezzi finanziari accontentando le richieste del tessuto produttivo nazionale<sup>89</sup>.

All'interno della suddetta riforma, il nostro principio guida "*un'azione, un voto*" è stato fortemente attenuato, ma mai incrementato. È stato reso possibile discostarsi da esso solamente in *minus* ma non indubbiamente in *maius*<sup>90</sup>.

Quindi la correlazione rischio-potere poteva alterarsi, ossia il potere di voto del socio poteva essere attribuito in proporzione minore al suo rischio di investimento, ma mai essere maggiore a tale rischio. Pur essendoci ampia autonomia nella configurazione finanziaria delle società per azioni, questa si arginava quando il voto non era sostenuto da un rischio corrispondente<sup>91</sup>.

Con la riforma del 2003 vengono intaccati i due assunti "nessun voto senza azione" e "nessuna azione senza voto". Il primo venne rinnegato nel momento in cui fu concesso il diritto di voto (seppur su specifici argomenti) non solo ai possessori di azioni ma anche di diversi strumenti finanziari come obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi; il secondo assunto venne capovolto poichè

---

<sup>89</sup> RIVOLTA G. C. M., "*La società per azioni e l'esercizio di piccole e medie imprese*", in Riv. soc., 2009

<sup>90</sup> BIONE M., "*Il voto multiplo: digressioni sul tema*", in Giurisprudenza Commerciale, 2011

<sup>91</sup> ABRIANI N., "Il nuovo diritto societario, *Delle azioni e degli altri strumenti finanziari partecipativi*", 2004, pp. 209 e ss.

fu esteso a tutte le società, comprese quelle non quotate, la libertà di emettere azioni prive di voto<sup>92</sup>.

La riformulazione dell'articolo 2351 riassume e continua a illustrare le modifiche apportate dalla riforma come segue<sup>93</sup>:

*“Ogni azione attribuisce il diritto di voto”* (art. 2351, primo comma, c.c.). Viene ribadito il concetto alla base del principio di correlazione tra rischio e potere e viene lasciato intatto: chi si trova in possesso di un'azione ricopre la veste di socio e in quanto tale ha diritto a partecipare alla vita societaria esprimendo le proprie volontà per mezzo del proprio voto.

*“Salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Il valore di tali azioni non può complessivamente superare la metà del capitale sociale”* (art. 2351, secondo comma, c.c.). È il secondo comma a dar conferma del riconoscimento della più ampia autonomia statutaria in capo alle società. Perfino alle società non quotate viene concessa la facoltà di creare azioni con le caratteristiche più adatte alla struttura societaria.

*“Lo statuto delle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio può prevedere che, in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato ad una misura massima o disporre scaglionamenti”* (art. 2351, terzo comma, c.c.). Il terzo comma consente alle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio di limitare quantitativamente il potere di voto mediante due tecniche: l'imposizione di un "tetto massimo" e il c.d. voto scalare. Con il

---

<sup>92</sup> SAGLIOCCA M., *“Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”:* tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”, in Rivista del Notariato n. LXVIII, 2015. pp. 924.

<sup>93</sup> NICCOLINI-STAGNO D’ALCONTRES (a cura di), *“Società di capitali”*. Commentario, Jovene, Napoli, 2004

primo modo il possessore di azioni perde il diritto di voto oltre una certa quantità di azioni possedute, mentre l'ipotesi del voto scalare si traduce in un potere di voto che va a ridursi progressivamente all'aumento della partecipazione azionaria.

*“Non possono emettersi azioni a voto plurimo”* (art. 2351, quarto comma, c.c.). Divieto confermato dal quarto comma che ribadisce la linea del legislatore in merito a maggiorazioni del potere di voto. Tale veto è giustificato dalla volontà di salvaguardare il controllo delle società ed evitare che il potere della proprietà possa cadere nelle mani di pochi e peraltro con una modesta partecipazione societaria alterando del tutto il bilanciamento tra potere e rischio<sup>94</sup>. Infatti la preoccupazione primaria dell'ordinamento non era tanto quella di dotare l'azione di un potere di voto maggiorato, bensì quella di snaturare la relazione rischio-potere che fin qui garantiva il controllo della società con il 25% + 1 del capitale sociale<sup>95</sup>.

*“Gli strumenti finanziari di cui agli articoli 2346, sesto comma, e 2349, secondo comma, possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o*

---

<sup>94</sup> BIONE M., *“Il voto multiplo: digressioni sul tema”*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2011

<sup>95</sup> “Considerando, infatti, che le azioni senza diritto di voto potevano essere emesse in misura pari al cinquanta per cento del capitale sociale e, ipotizzando una società con un capitale suddiviso in 100 azioni, se ne otteneva il controllo con 26 azioni (se 50 azioni fossero state prive del voto e le altre 50 fossero state, invece, dotate del voto), e quindi con appena più di un quarto del capitale sociale. Ebbene, se dunque il sistema tollerava un controllo ottenuto con 26 azioni su 100 emesse (essendo, nell'ipotesi, 50 azioni emesse senza diritto di voto), non veniva invece reputato tollerabile che si potessero emettere anche azioni a voto plurimo, con la conseguenza che, in tal caso, al risultato dell'ottenimento del controllo si sarebbe potuto giungere con un numero di azioni ben inferiore alle predette 26 (ad esempio, ipotizzando che, delle 50 azioni emesse con diritto di voto, 12 azioni avessero avuto il voto triplo, sarebbero bastate — al titolare di quelle 12 azioni — solo altre 2 azioni a voto singolo, per un investimento totale di 14 azioni, per ottenere il controllo della società in questione).” SAGLIOCCA M., *“Il definitivo tramonto del principio “un'azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”*, in *Rivista del Notariato* n. LXVIII, 2015, cit., pp. 923

*del consiglio di sorveglianza o di un sindaco. Alle persone così nominate si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell'organo cui partecipano*” (art. 2351, quinto comma, c.c.). Il 5 comma rivela un'importante deroga alla norma secondo cui i diritti amministrativi potevano essere conferiti solamente ai sottoscrittori del capitale sociale e non ai detentori di strumenti finanziari diversi dalle azioni.

Infine, a seguito della riforma del 2003 si può concludere che l'utilizzo delle azioni prive di voto è stato preferito alle azioni a voto multiplo proprio perché tale scelta non andava ad alterare il principio di proporzionalità tra rischio e potere. La possibilità di introdurre azioni a voto plurimo è stata vista altresì come nascita di difficoltà pratiche, per esempio nei conteggi dei quorum costitutivi e deliberativi, o di particolari interrogativi nel computo dei voti in capo a un soggetto in possesso di azioni a voto multiplo in una società il cui statuto prevede il voto scalare<sup>96</sup>.

Insomma, pare chiaro come il persistente giudizio contrario del legislatore all'emissione delle azioni a voto multiplo voglia evitare che una minoranza di soci che detenga una partecipazione inferiore a un quarto del capitale sociale abbia la facoltà di assumere il controllo riducendo la partecipazione degli altri azionisti a mero concorso finanziario<sup>97</sup>.

---

<sup>96</sup> BIONE M., “*Il voto multiplo: digressioni sul tema*”, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2011, pp. 674

<sup>97</sup> NICCOLINI-STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), “*Società di capitali*”. *Commentario*, Jovene, Napoli, 2004

## CAPITOLO SECONDO

### **Azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato: una novità nell'ordinamento italiano.**

#### **1. Le azioni a voto plurimo nelle società non quotate.**

Nel capitolo precedente abbiamo ripercorso i passi riformatori del legislatore prima con l'introduzione del codice civile del 1942 e poi con la riforma organica del codice delle società nel 2003. In 60 anni il legislatore si è mosso senza distaccarsi e derogare mai al principio "un azione, un voto".

Proprio per questo la portata innovativa del decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91 (c.d. "Decreto Competitività"), convertito con modificazioni dalla legge 11 agosto 2014, n. 116, assume oggi un significato profondo. Il legislatore ha dato un segno di svolta; ha modificato l'art. 2351 nei commi terzo e quarto<sup>98</sup> facendo decadere completamente il divieto di emissione di azioni a voto plurimo. Dunque, è concesso alle società di capitali chiuse l'istituzione di azioni a voto plurimo mentre le sole società di capitali quotate in mercati regolamentati sono autorizzate all'emissione di azioni a voto maggiorato.

È opportuno affrontare le due nuove categorie di azioni una alla volta, iniziando ad analizzare la prima: le azioni a voto plurimo.

Con l'introduzione di questa nuova categoria viene concessa l'autonomia agli statuti delle società non quotate di creare azioni

---

<sup>98</sup> I nuovi commi recitano così di seguito: "Lo statuto può altresì prevedere che, in relazione alla quanti  
à delle azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato a una misura massima o disporre scaglionamenti. Salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Ciascuna azione a voto plurimo può avere fino a un massimo di tre voti".

con diritto di voto multiplo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative nella misura massima di 3 voti per azione<sup>99</sup>.

Si presenta quindi la possibilità di rafforzare la posizione del socio<sup>100</sup> che vedrà aumentare il suo diritto di voto fino ad una eventuale triplicazione di quest'ultimo in merito a qualsiasi argomento oggetto di discussione in assemblea, riguardo solamente alcune materie o solo se prima abbiano avuto luogo clausole non meramente potestative stabilite nello statuto.

Riguardo il potenziamento di voto limitatamente ad alcuni argomenti, esso potrà essere riservato a decisioni su argomenti indicati selettivamente all'interno dello statuto (come per esempio la nomina delle cariche sociali oppure l'approvazione del bilancio) ovvero potrà essere esercitato in termini più generali o perfino residuali (riferendo il diritto di voto multiplo, ad esempio, a tutte le deliberazioni con la sola eccezione di quelle per le quali è riconosciuto il diritto di recesso ai soci non consenzienti)<sup>101</sup>. Tutto dipende quindi da quanto indicato dallo statuto al quale viene lasciata ampia autonomia nella creazione di azioni a voto multiplo riferito a determinati argomenti o addirittura nella creazione di diverse categorie di azioni con voti plurimi spendibili su materie differenti<sup>102</sup>.

---

<sup>99</sup> ABRIANI N., “Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi”, *Società e concorrenza*, 2014, consultabile in [www.giustiziacivile.com](http://www.giustiziacivile.com)

<sup>100</sup> TEDESCHI C., “Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto”, in *Le Società*, 2015, pp. 1073 ss.

<sup>101</sup> SAGLIOCCA M., “Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”, in *Riv. del notariato*, 2014, I, p.934.

<sup>102</sup> “La categoria di azioni A può avere ad esempio un voto doppio sull’elezione degli amministratori e la categoria di azioni B può avere ad esempio un voto doppio sull’elezione dei sindaci” Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto*

Per quanto riguarda invece le azioni a voto multiplo soggette "al verificarsi di particolari condizioni" occorre puntualizzare che si tratta di una "condizione sospensiva" in quanto determina l'attribuzione del diritto al voto plurimo sino a quel momento sospeso<sup>103</sup> (si pensi come condizione la mancata distribuzione degli utili per un certo numero di esercizi consecutivo o il superamento di un certo numero di soci). Il legislatore specifica che le condizioni dettagliate dallo statuto non devono essere di carattere "meramente potestativo" ossia non è ammesso che il diritto al voto multiplo sia vincolato e rimesso al "mero" arbitrio di qualche soggetto: sia esso la società o il singolo socio<sup>104</sup>. Ogni altra condizione è quindi ammessa: sospensiva, come sopra analizzato, o risolutiva, ossia una condizione che una volta verificata determini il venir meno del diritto al voto plurimo e il conseguente "degradamento" dell'azione in questione ad azione ordinaria (c.d. *sunset clauses*)<sup>105</sup>.

Comunque sia è necessario che la condizione si sostanzi in eventi futuri e incerti, interni o esterni alla società, indicati con sufficiente precisione nello statuto, congiuntamente alle modalità dell'accertamento e del conseguente riconoscimento (o venir meno) del diritto di voto plurimo. Condizionamento e selezione del voto plurimo potrebbero essere utilizzati anche congiuntamente, è, infatti, lecito ipotizzare la creazione di azioni originariamente

---

*maggiorato*, Circolare n. 10 del 7 aprile 2015, pubblicata in Riv. comm. 2015, 476.

<sup>103</sup> SAGLIOCCA M., "Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggioranza del voto", in Riv. del notariato. 2014, I, pp.934.

<sup>104</sup> BUSANI A., E SAGLIOCCA M., "Le azioni non si contano ma si pesano: superato il principio "one share on vote" con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato", in Le società, 2014, X, pp. 1053

<sup>105</sup> ABRIANI N., "Azioni a voto plurimo e maggioranza del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi", Società e concorrenza, 2014, consultabile in [www.giustiziacivile.com](http://www.giustiziacivile.com), pp. 12 e ss.

ordinarie, destinate ad acquisire il voto plurimo su “singoli argomenti”, in conseguenza dell'accertamento della condizione sospensiva e, all'opposto, di azioni con diritto di voto plurimo circoscritto a determinati argomenti, destinate a venir convertite ad ordinarie al verificarsi della condizione risolutiva<sup>106</sup>.

Ho già affermato come il legislatore abbia vietato l'emissione di azioni a voto plurimo da parte delle società quotate e lo specifica con l'introduzione nel t.u.f dell'art 127<sup>sexies</sup> dove però al comma<sup>107</sup> viene fatta un'eccezione. Infatti, è consentito alle società quotate in mercati regolamentati di mantenere le azioni a voto plurimo emesse prima dell'inizio delle negoziazioni, lasciando immutate le stesse caratteristiche e gli stessi diritti, e in alcuni casi è permessa l'emissione di nuove azioni a voto plurimo (di nuovo con le medesime caratteristiche) per far sì che il rapporto tra le diverse categorie di azioni rimanga invariato<sup>108</sup>.

In qualsiasi modo le società non quotate posso conferire il privilegio del voto multiplo a tutte le azioni costituenti il capitale

---

<sup>106</sup> SAGLIOCCA M., “*Il definitivo tramonto del principio “un'azione, un voto” : tra azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*”, in *Riv. del notariato*. 2014, I, pp.935.

<sup>107</sup> Art. 127-sexies: “In deroga all'articolo 2351, quarto comma, del codice civile, gli statuti non possono prevedere l'emissione di azioni a voto plurimo. Le azioni a voto plurimo emesse anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato mantengono le loro caratteristiche e diritti. Se lo statuto non dispone diversamente, al fine di mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni, le società che hanno emesso azioni a voto plurimo ovvero le società risultanti dalla fusione o dalla scissione di tali società possono procedere all'emissione di azioni a voto plurimo con le medesime caratteristiche e diritti di quelle già emesse limitatamente ai casi di: a) aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 del codice civile ovvero mediante nuovi conferimenti senza esclusione o limitazione del diritto d'opzione; b) fusione o scissione. Nel caso previsto dal comma 2 gli statuti non possono prevedere ulteriori maggiorazioni del diritto di voto a favore di singole categorie di azioni né ai sensi dell'articolo 127-quinquies. Ove la società non si avvalga della facoltà di emettere nuove azioni a voto plurimo ai sensi del comma 2, secondo periodo, è esclusa in ogni caso la necessità di approvazione delle deliberazioni, ai sensi dell'articolo 2376 del codice civile, da parte dell'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria delle azioni a voto plurimo”.

<sup>108</sup> TEDESCHI C., “*Le azioni a voto plurimo e la maggioranza del diritto di voto*”, in *Le Società*, 2015, pp. 1077

sociale o solo ad alcune. Si tratta di porre nelle medesime condizioni "privilegiate" la totalità dei soci o soltanto una parte limitata di essi. Nel primo caso non vi sono caratteristiche differenti tra le azioni e di conseguenza tutte le azioni del capitale sociale compongono una singola categoria che attribuisce il medesimo diritto di voto plurimo ai possessori delle singole azioni. Altra questione, invece, se l'attribuzione del voto plurimo non investa la totalità delle azioni, ma una specifica classe di azioni. In questo caso si forma all'interno della società una distinta "categoria" di azioni, cioè una tipologia di azioni equipaggiate di diritti diversi rispetto a quelli della restante totalità di azioni<sup>109</sup>. Ancora, nelle società per azioni la "categoria" sta ad indicare “ogni serie di azioni, omogenee per contenuto e perciò fungibili l'un l'altra che presenti caratteristiche difformi da quelle di altra serie o gruppo”<sup>110</sup> e perciò pare conseguenziale che una singola azione appartenente a una categoria non potrà essere dotata del privilegio del voto plurimo se di tale diritto non è rivestita l'intera categoria<sup>111</sup>. Abbiamo già visto come il legislatore attraverso l'art. 2351, comma 2 del codice civile ha stabilito che l'emissione di azioni a voto limitato e di azioni prive del diritto di voto non può in alcun modo superare il limite del 50% del capitale sociale, di fatto assicurando al titolare di azioni a voto multiplo (emesse dalla medesima società) il controllo della società con il 12,5% del capitale + 1 azione, quindi dimezzando la percentuale necessaria ante "Decreto

---

<sup>109</sup> ASSONIME, “Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato”, Circolare n. 10 del 7 aprile 2015, pubblicata in *Riv. comm.* 2015, pp. 476 ss.

<sup>110</sup> BIONE M., “Le azioni”, in Trattato delle società per azioni, diretto da Colombo Portale, Vol 2, Utet Giuridica, , 1991, pp.45

<sup>111</sup> BIONE M., “Il voto multiplo: digressioni sul tema”, in *Giur. Comm* 2011, Vol. I, p.665,

Competitività" del 25% + 1 azione<sup>112</sup>. Tuttavia, a riguardo delle azioni a voto plurimo non è fissato alcun limite quantitativo di emissione, perciò è da intendersi che esse possano costituire oltre la metà del capitale sociale fino persino a rappresentarne la totalità<sup>113</sup>.

Stesso ragionamento potremmo portare avanti sostenendo che, poichè l'unica puntualizzazione di carattere "quantitativo" che il legislatore fa all'art. 2351, quarto comma, c.c. è l'attribuzione alle azioni a voto plurimo di un massimo di tre voti, non sia esclusa la possibilità di servirsi di una misura del voto in termini decimali<sup>114</sup> (ad esempio 1,5 o 2,8). Tale interpretazione della norma ha senz'altro fatto nascere dibattiti in dottrina e diversi commentatori si sono mostrati contrari a quanto sopra detto<sup>115</sup>. C'è da considerare, però, che poichè non vi sono espressi divieti al ricorso di frazioni di voto, rientri nella piena autonomia statutaria decidere di far valere un'azione a voto multiplo non un voto intero ma una parte di esso<sup>116</sup>.

Una società per azioni non quotata può prevedere l'emissione di azioni a voto plurimo in tre diversi momenti: durante le sue prime fasi di vita e in particolare al momento della costituzione della società stessa, in un momento successivo previsto da una clausola

---

<sup>112</sup> ABRIANI N., "Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi", Società e concorrenza, 2014, consultabile in [www.giustiziacivile.com](http://www.giustiziacivile.com), pp. 12 e sss.

<sup>113</sup> ABBADESSA P., "Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina, in *Impresa e mercato*", Studi dedicati a M. Libertini, Milano, 2015, pp.8.

<sup>114</sup> ABBADESSA P., "Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina, in *Impresa e mercato*", Studi dedicati a M. Libertini, Milano, 2015, pp.8.

<sup>115</sup> BUSANI A. E SAGLIOCCA M., "Le azioni non si contano, ma si pesano: superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato", in *Le società*, 2014, pp.1053,.

<sup>116</sup> MASSELLA DUCCI TERI B., "Il decreto competitività: prime riflessioni sul voto plurimo e loyalty shares all'italiana", in *Riv. Dir. Comm.*, Vo. II, 2014, pp.469

statuaria inserita in fase di costituzione o nel caso in cui l'emissione venga autorizzata mediante l'introduzione di una clausola che modifica lo statuto.

Ognuna delle precedenti ipotesi merita attenzione.

Nel primo caso non sembrano nascere particolari problemi poichè i soci accettano fin dall'inizio, partecipando alla costituzione della società, una disparità di poteri e rischi tra di loro in quanto saranno presenti soci con maggior potere di voto rispetto ai possessori di altre azioni ordinarie, a voto limitato o senza voto<sup>117</sup>.

Allo stesso modo, non dovrebbe esserci motivo di controversie tra soci nel caso in cui una società rimanda l'emissione di azioni a voto plurimo in un momento successivo alla sua costituzione avendo inserito però nello statuto una clausola che preveda tale emissione. Suddetta clausola deve programmare dettagliatamente il futuro aumento di capitale mediante l'emissione di azioni a voto plurimo, ossia definire esattamente l'ammontare dell'aumento di capitale e il numero delle azioni in cui dovrebbe essere suddiviso (e quante siano dotate di voto plurimo), determinare le modalità e i criteri di calcolo del prezzo di emissione, il numero di voti (maggiore di uno ma non superiore a tre) proprio delle azioni speciali, le eventuali modalità di adozione di detta decisione di aumento delegato del capitale sociale nonchè la tempistica per l'esercizio della delega<sup>118</sup>. Al momento, poi, della decisione da parte dell'organo amministrativo di procedere all'aumento del capitale attraverso l'emissione di azioni a voto multiplo, non dovrebbe essere riconosciuto alcun diritto di recesso ai soci dissenzienti, essendo egli stessi perfettamente consapevoli di tale evento e della sua portata

---

<sup>117</sup> TEDESCHI C., *“Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto”*, in *Le Società*, 2015, pp. 1075

<sup>118</sup> BUSANI A. E SAGLIOCCA M., *“Le azioni non si contano, ma si pesano: superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato”*, in *Le società*, 2014, pp.1053

sin dal momento in cui sono diventati soci della società con la sottoscrizione dell'atto costitutivo<sup>119</sup>.

Sicuramente più articolato e critico è il caso in cui una società decida di creare azioni a voto plurimo durante lo svolgimento della sua attività mediante una modifica del proprio statuto. Infatti, a meno che la società non sia controllata al 100% da un unico socio, occorre che la società assuma la deliberazione di modifica statutaria<sup>120</sup>, introducendo la previsione dell'emettibilità delle azioni a voto plurimo, con le maggioranze prescritte per l'assemblea straordinaria dagli artt. 2368 e 2369 c.c.<sup>121</sup>. In questo caso si richiede che venga riconosciuto ai soci che non abbiano partecipato alla deliberazione della modifica statutaria il diritto di recedere dalla società. Per quanto riguarda i quorum necessari alle deliberazioni assembleari o alla modifica dello statuto alla presenza di azioni a voto plurimo, si rimanda ai prossimi paragrafi.

In conclusione, il fine che il legislatore ha voluto raggiungere con l'introduzione nel nostro ordinamento delle azioni a voto plurimo, confermando un brusco cambio di rotta rispetto al passato principio "un azione, un voto", è stato quello di favorire la raccolta del capitale di rischio e gli investimenti azionari, ampliando la gamma di strumenti finanziari emettibili, così da avvantaggiare le

---

<sup>119</sup> ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *“La deviazione dal principio “un’azione - un voto” e le azioni a voto multiplo”*, in Quaderni giuridici CONSOB, n. 5, gennaio 2014, pp. 54.

<sup>120</sup> SAGLIOCCA M., *“Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”*, in Riv. del notariato, 2014, I, p.937.

<sup>121</sup> "In prima convocazione, con il voto favorevole di tanti soci che rappresentino più della metà del capitale sociale; e, in seconda convocazione, in presenza del quorum costitutivo pari a oltre 1/3 del capitale sociale, con il quorum deliberativo pari, ove non sia raggiunto il voto favorevole di oltre la metà del capitale sociale, ad almeno i 2/3 del capitale rappresentato in assemblea." CIT SAGLIOCCA M., *“Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”*, in Riv. del notariato. 2014, I, p.937 nota 41.

imprese nella raccolta di risorse sul mercato senza però correre il rischio di perdere il controllo della società riconoscendo all'azionista un peso maggiore rispetto all'investimento effettuato<sup>122</sup>. Tutto ciò nel tempo ha contribuito a garantire la continuità d'impresa e a facilitare la conduzione di imprese a carattere familiare, assai diffuse nella nostra nazione<sup>123</sup>.

## **2. Le azioni a voto maggiorato nelle società con titoli ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati.**

Su impulso dei paesi europei (quali Francia, Olanda e Paesi Scandinavi), il legislatore del decreto legge 91/2014 si è discostato dal principio "*one share, one vote*" non solo attraverso l'abrogazione del divieto di emissione delle azioni a voto plurimo per le società non quotate, ma anche permettendo alle società quotate in mercati regolamentati di prevedere nel proprio statuto la maggiorazione del voto. Infatti, l'art. 127-quinquies del t.u.f. prevede la possibilità, sempre e solo per le società quotate, di maggiorare il potere di voto delle azioni (fino ad un massimo di due voti<sup>124</sup>) detenute dallo stesso azionista per un periodo non inferiore ai ventiquattro mesi<sup>125</sup>.

---

<sup>122</sup> TEDESCHI C., "*Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*", in *Le Società*, 2015, pp. 1075

<sup>123</sup> SAGLIOCCA M., "*Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*", in *Riv. del notariato*, 2014, I, pp. 935.

<sup>124</sup> Entro tale limite, lo statuto può definire l'entità della maggiorazione; è quindi possibile un incremento del voto inferiore all'unità, eventualmente con un aumento progressivo per successivi periodi di detenzione (mezzo voto in più dopo 24 mesi e un altro mezzo voto dopo ulteriori 24 mesi) Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n. 10 del 7 aprile 2015, pubblicata in *Riv. comm.* 2015, p. 476

<sup>125</sup> Essendo indicato dalla legge solo la durata minima del possesso, lo statuto della società può prevedere una durata limite più lunga.

Quindi, la clausola statutaria che prevede la maggiorazione del voto supera il principio "un'azione, un voto" *in melius* per quei soci aventi diritto, attribuendogli un potere di voto superiore al correlato numero di azioni in possesso e alterando così il rapporto potere-rischio<sup>126</sup>.

Il fine del legislatore con l'introduzione delle azioni a voto maggiorato è stato molteplice: sicuramente "premiando" gli azionisti durevoli ha stimolato la conservazione di investimenti azionari a lungo termine, ha dissuaso gli azionisti dallo *short-termism*<sup>127</sup> e li ha forniti di un più forte potere di *monitoring* all'interno della società, tutto ciò con lo scopo indiretto di ridurre la volatilità dei corsi azionari e rendere la formazione nei prezzi dei listini più efficiente<sup>128</sup>. Quanto detto si pone in linea con un altro intervento che il legislatore aveva precedentemente previsto, ovvero la maggiorazione dei dividendi (sempre e solo per le società quotate), non superiore al 10% dei dividendi distribuiti alle altre azioni, come incentivo e meccanismo per far sì che i soci siano incentivati alla permanenza nella società e scoraggiati nel compiere investimenti di breve termine e non a carattere speculativo, bensì industriale<sup>129</sup>.

Le azioni a voto maggiorato, anche chiamate "*loyalty shares*", a differenza delle azioni a voto plurimo, non vanno a costituire una nuova categoria di azioni all'interno della società. Questo perché il privilegio di vedersi incrementato il diritto di voto non è riservato

---

<sup>126</sup> BUSANI A. E SAGLIOCCA M., "*Le azioni non si contano, ma si pesano: superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*", in *Le società*, 2014, pp.1059

<sup>127</sup> Si intendono le strategie finanziarie di breve termine, causa spesso di problemi per l'economia aziendale

<sup>128</sup> SAGLIOCCA M., "*Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*", in *Riv. del notariato*, 2014, I, pp. 943.

<sup>129</sup> TEDESCHI C., "*Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*", in *Le Società*, 2015, pp. 1078

solo a determinati azionisti, esso non è legato all'azione in sé, ma alla "persona" dell'azionista e perciò la maggiorazione del voto non spetta in esclusiva ai possessori di "certe" azioni, bensì a tutti gli azionisti che rispettano i criteri fissati nello statuto<sup>130</sup>. Pertanto, l'emissione di azioni a voto maggiorato non è da considerarsi una violazione del principio di uguaglianza dei soci, questo poichè tale "privilegio" di maggiorazione del proprio voto è perseguibile da tutti gli azionisti ed è connesso a circostanze fisse facilmente rispettabili da tutti i soci<sup>131</sup>.

Per quanto riguarda l'applicazione della disciplina in esame, ai sensi dell'art. 119 del t.u.f. , ne sono soggette tutte le società italiane<sup>132</sup> aventi azioni quotate<sup>133</sup> in mercati regolamentati italiani o in altri paesi dell'Unione Europea. Dunque, i parametri fondamentali per avere la facoltà di emettere azioni a voto maggiorato sono di carattere territoriale, il primo, e di carattere finanziario, il secondo.

---

<sup>130</sup> BUSANI A. E SAGLIOCCA M., *“Le azioni non si contano, ma si pesano: superato il principio one share one vote con l’introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato”*, in *Le società*, 2014, pp.1059

<sup>131</sup> SAGLIOCCA M., *“Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto” : tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”*, in *Riv. del notariato*, 2014, I, pp. 945.

<sup>132</sup> *“Per società italiane si intendono quelle soggette alla legge italiana, sulla base dell’art. 25 della legge 31 maggio 1995 n.218 sul diritto internazionale privato. Queste sono le società costituite in Italia; le società costituite all’estero che abbiano collocato in Italia la sede dell’amministrazione o l’oggetto principale dell’attività; le società che abbiamo trasferito dall’estero all’Italia la propria sede statutaria. Restano escluse le società italiane quotate in mercati di Paesi non appartenenti all’Unione Europea e le società estere, ovunque siano quotate”*. ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n. 10 del 7 aprile 2015 cit., pag. 34.

<sup>133</sup> *“Per quanto concerne I titoli azionari oggetto di quotazione, non è necessario che siano quotate le azioni ordinarie, potendo essere quotata anche una categoria diversa di azioni (ad esempio le sole azioni di risparmio o privilegiate). La disciplina non si applica invece a quelle società che abbiano solo titoli di debito o altri strumenti finanziari, diversi dalle azioni, quotati in mercati regolamentati”* cit. ASSONIME, *“Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato”*, Circolare n. 10 del 7 aprile 2015, pp. 35

Rifacendosi alla disciplina delle azioni a voto plurimo, vi è un duplice punto in comune: la competenza della società di decidere di condizionare il periodo di maggiorazione del diritto di voto ad un termine prefissato o al verificarsi di un evento prestabilito (c.d. *sunset clauses*), e la possibilità di condizionare l'esercizio del voto maggiorato al verificarsi di particolari condizioni sospensive non meramente potestative (c.d. *sunrises clauses*)<sup>134</sup>. Inoltre non essendo dichiarato in modo chiaro, è da considerarsi lecito e accettabile che la società riservi una differente maggiorazione del voto a seconda delle materie (ad esempio prevedendo una duplicazione del voto per alcune e un solo voto e mezzo in più per altre) oppure che possa limitare il campo di pertinenza delle azioni a voto maggiorato ad alcuni argomenti specifici come la nomina degli amministratori o l'approvazione del bilancio.

Entrare in possesso di un'azione con diritto di voto maggiorato è senz'altro un beneficio che, tuttavia, può in alcuni casi decadere come stabilito dall'art. 127-*quinquies* del t.u.f.

Può infatti venir meno in caso di cessione a titolo oneroso o gratuito delle azioni il cui titolare avesse goduto del voto maggiorato oppure attraverso la cessione diretta o indiretta di partecipazioni di controllo in società o enti in cui le azioni a voto maggiorato rappresentano più del 2% del totale. Al contrario, la maggiorazione si mantiene, con lo scopo di conservare inalterato il bilanciamento tra le azioni emesse dalla società, in caso di successione *mortis causa* e in caso di fusione o scissione che coinvolgono il titolare delle azioni a voto maggiorato.

Come già accennato, gli obiettivi che il legislatore ha perseguito con l'introduzione delle azioni a voto maggiorato sono ricompensare la fedeltà del socio azionista che abbia mantenuto le

---

<sup>134</sup> ABRIANI N., “Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi”, Società e concorrenza, 2014, consultabile in [www.giustiziacivile.com](http://www.giustiziacivile.com)

azioni per un periodo continuativo di almeno ventiquattro mesi, portare così stabilità nella gestione aziendale allontanando le pratiche di *short-termism* e indirizzando gli investimenti azionari nel lungo termine. Tuttavia, un fine non esplicitamente dichiarato ma sicuramente ambito dal legislatore è spingere le società per azioni non quotate verso la quotazione nei mercati borsistici. Infatti, vi è da considerare come molte imprese a carattere familiare siano diffidenti alla quotazione della propria società per paura del subentro di ingenti capitali che potrebbero scalare velocemente posizioni di controllo fino a ribaltare le posizioni di proprietà dell'impresa. Tuttavia, per garantire all'azionista di maggioranza di mantenere il controllo anche successivamente alla quotazione il legislatore ha permesso, ai sensi dell'art. 127-*sexies* del t.u.f. , il mantenimento delle azioni a voto plurimo emesse ante quotazione con le medesime caratteristiche e diritti (la c.d. *ultrattività* che avevamo già trattato). Questa possibilità che il legislatore concede alle società non quotate, in vista di una imminente quotazione, di poter continuare a giovare del diritto di voto potenziato delle azioni a voto plurimo rappresenta un forte vantaggio per chi ne sia titolare; l'azionista titolare si continuerà a trovare in possesso non solo di azioni non più emettibili post quotazione, ma di azioni slegate da limiti di possesso minimo e quindi da subito dotate fino a tre voti a fronte dei soli due voti delle azioni a voto maggiorato<sup>135</sup>. In questo contesto è interessante come il socio fondatore di maggioranza che sia in possesso di azioni a voto plurimo dovrebbe esser invogliato da una quotazione della società, momento in cui può raccogliere capitali dal mercato senza perdere il potere gestionale più che proporzionale rispetto al numero azioni di cui in possesso restando così a capo del progetto imprenditoriale.

---

<sup>135</sup>BUSANI A. E SAGLIOCCA M., “Le azioni non si contano, ma si pesano: superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato”, in *Le società*, 2014, pp.1059

Alla luce di quanto sopra esposto, le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato sono due mezzi, ognuno con le sue declinazioni e i suoi ambiti di pertinenza, con i quali il legislatore pur discostandosi dalla correlazione rischio-potere ha voluto garantire un consolidamento dell'organo di controllo dell'impresa e una stabilità dell'azionariato.

### **3. La disciplina dei *quorum* assembleari: le deviazioni.**

Ora che si è conclusa l'analisi di approfondimento sulla natura, le funzioni e i fini delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, si può proseguire ad analizzare i risvolti che questi strumenti finanziari hanno avuto sulla *corporate governance* delle società.

Nel seguente paragrafo vengono affrontate in special modo le conseguenze dell'introduzione di tali strumenti rispetto alla disciplina dell'assemblea dei soci, organo societario in cui viene espressa la volontà sociale.

Prima di tutto è bene partire analizzando ciò che la legge fissa in materia di calcolo dei *quorum* per la corretta attività dell'assemblea e la corretta assunzione delle delibere.

Il "*quorum*" o quoziente viene definito come il rapporto tra due valori, l'uno al numeratore e l'altro al denominatore, il cui ammontare minimo è fissato dalla legge o indicato dallo statuto<sup>136</sup>.

Il denominatore può assumere valori diversi: difatti, il legislatore con l'art. 2368, comma 1, c.c. disponendo che "*l'assemblea ordinaria è regolarmente costituita quando è rappresentata almeno la metà del capitale sociale*" individua come valore al denominatore, appunto, il "capitale sociale" mentre nel caso

---

<sup>136</sup> BUSI C. A., "*Assemblea e decisioni dei soci nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata*", Padova, 2008, pag. 800.

dell'art. 2369, comma 3, c.c. identifica il denominatore nel "*capitale rappresentato in assemblea*" dichiarando "[...] *l'assemblea straordinaria [...] delibera con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea*".

Quindi il calcolo del quorum sta nel verificare l'effettivo numero di azioni o voti per la regolare costituzione dell'assemblea (quorum costitutivo) o per la presa delle deliberazioni (quorum deliberativo).

Ora, il problema non pare sorgere nel momento in cui il capitale sociale della società sia costituito interamente da azioni che rispettino il principio proporzionale della correlazione rischio-potere, ossia "un voto, un azione". Infatti, il conteggio dei quorum è di facile computo poichè ad ogni azione emessa dalla società corrisponde un solo voto. Più complesso è il caso in cui il capitale sociale è rappresentato da azioni alle quali corrisponde un diritto di voto quantitativamente diverso.

Per entrare nel dettaglio della disciplina occorre riprendere la disposizione dell'art. 2368, comma 1, c.c. (indirizzata all'assemblea ordinaria in primo grado, ma ritenuta estesa a tutti i casi di quorum costitutivi) che precisa come "*l'assemblea ordinaria è regolarmente costituita quando è rappresentata almeno la metà del capitale sociale, escluse dal computo le azioni prive di voto nell'assemblea medesima*".

Possiamo dedurre, dalla appena citata norma, che ai fini del calcolo del quorum costitutivo il legislatore abbia indicato come "denominatore" del quoziente il "capitale sociale", non intendendolo però come espressione del totale delle azioni emesse, bensì come rappresentazione delle sole azioni aventi diritto di voto della medesima assemblea. Essendovi, inoltre, nell'art. 2368, comma 1, c.c. un chiaro riferimento alle azioni con diritto di voto quantitativamente diverso, sembra lecito estendere la conclusione

sopraccitata anche alle azioni con diritto di voto "incrementato" (azioni a voto plurimo e maggiorato).

Nel caso particolare delle società quotate che hanno in circolazione azioni a voto maggiorato, l'art. 127-*quinquies*, comma 8, del t.u.f. stabilisce che *“se lo statuto non dispone diversamente, la maggiorazione del diritto di voto si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale”*.

Quindi, nel momento in cui si accerta se il quorum assembleare, costituito dal "capitale sociale" o dal "capitale rappresentato in assemblea", sia formato nel rispetto delle disposizioni dello statuto, il numeratore e denominatore del quoziente saranno corretti tenendo in considerazione tutte le azioni in rapporto al loro effettivo voto, sia esso singolo, doppio o triplo<sup>137</sup>. Ci si riferisce, dunque, al numero di voti e non di azioni.

Questo ragionamento è sorretto dall'iniziativa del legislatore di introdurre nel nostro ordinamento azioni a voto sotto/sovra proporzionale, alle quali farebbe perdere ogni loro rilevanza se non venisse tenuto conto del "peso" che queste azioni hanno sui quorum assembleari ed è proprio per questo che occorre concludere che "detti quorum dovrebbero essere tarati non sul capitale a prescindere dal voto, ma sul capitale in quanto (e come) dotato del diritto di voto"<sup>138</sup>.

Dopo quanto detto, è pur vero che il legislatore lascia ampia autonomia statutaria alle società, come anche ribadito dall'art. 127-*quinquies*, comma 8, del t.u.f., nel disporre se la maggiorazione del voto debba essere esclusa dal computo dei quorum costitutivi e/o

---

<sup>137</sup> GUERRERA F., *“La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi”*, in Riv. Giurisprudenza Commerciale, fasc.2, 2017, pp. 191.

<sup>138</sup> SAGLIOCCA M., *“Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”*, in Riv. del notariato, 2014, I, pp. 940.

deliberativi o se invece debba essere considerata solo per specifiche materie.

Durante il corso della sua vita vi può essere un momento in cui la società decida di procedere all'acquisto di azioni proprie corredate di voto multiplo. È questo un caso singolare che accentua la disparità nella correlazione rischio-potere in una società in cui vi sono in circolazione azioni ordinarie e azioni a voto plurimo/maggiorato, mettendo in risalto un principio di disuguaglianza tra gli azionisti e arrecando uno svantaggio ai possessori di azioni ordinarie. Nello specifico, è disposto dall'art. 2357 *ter* c.c., al comma 2 che "*Finché le azioni restano in proprietà della società [...] Il diritto di voto è sospeso, ma le azioni proprie sono tuttavia computate ai fini del calcolo delle maggioranze e delle quote richieste per la costituzione e per le deliberazioni dell'assemblea*". Quindi, anche se la maggioranza avesse deciso di acquistare azioni proprie al fine di abbassare i quorum per un'assunzione più agevole delle delibere, è vero anche che la norma ostacola il raggiungimento del quorum computando nel suo calcolo azioni con diritto di voto sospeso. Tuttavia, se le azioni incorporate dalla società sono dotate di diritto di voto multiplo, è chiaro che per gli azionisti ordinari raggiungere la maggioranza e deliberare in assemblea diventa alquanto complicato.

In conclusione, è utile ricordare i nuovi quorum costitutivi e deliberativi, fissati dal d.l. 91/2014 con modifica dell'art.212 delle disposizioni di attuazione del codice civile, che le assemblee straordinarie devono raggiungere per l'introduzione della previsione statutaria circa l'emettibilità di azioni a voto plurimo: è stato infatti regolamentato che le società potranno deliberare l'emissione di azioni a voto multiplo, dopo una modifica dei propri statuti, in prima convocazione con un quorum deliberativo di almeno i 2/3 del capitale rappresentato in assemblea, mentre in seconda convocazione i quorum dovranno essere rispettivamente

quello costitutivo pari ad almeno 1/3 del capitale sociale e quello deliberativo non inferiore ai 2/3 del capitale rappresentato in assemblea<sup>139</sup>.

#### **4. Le ipotesi di aumento di capitale in presenza di azioni a voto plurimo o maggiorato.**

L'emissione e quindi la creazione di nuove azioni da parte della società si può realizzare *ab origine* per effetto della costituzione della società o durante il suo corso per effetto di un aumento del capitale sociale. Vedremo qui di seguito cosa accade, in caso di aumento del capitale, all'estensione del diritto di voto plurimo e maggiorato.

Occorre fare una distinzione tra due differenti modalità di aumento del capitale sociale: il c.d. aumento del capitale *reale* (o a pagamento) ha il fine di incrementare il patrimonio della società attraverso la raccolta di nuovi mezzi finanziari a titolo di capitale di rischio, all'opposto il c.d. aumento di capitale gratuito incrementa unicamente il capitale sociale non dando luogo, perciò, a nuovi conferimenti. Con la prima modalità, quindi, si provvederà all'emissione di nuove azioni a pagamento che dovranno essere offerte, come da legge, prima in opzione ai soci attuali e successivamente potranno essere sottoscritte da terzi (futuri nuovi soci), mentre attraverso la seconda modalità prima enunciata, l'aumento nominale sarà realizzato "imputando a capitale le riserve e gli altri fondi iscritti in bilancio in quanto disponibili" (art. 2442, comma 1, c.c.) e mediante due metodi: incrementando il valore nominale delle azioni in circolazione oppure emettendo nuove azioni con le medesime caratteristiche di quelle già in circolazione

---

<sup>139</sup> BUSANI A. E SAGLIOCCA M., "Le azioni non si contano, ma si pesano: superato il principio *one share one vote* con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e maggiorato", in *Le Società*, 2014, pp. 1056

da conferire *gratuitamente* agli azionisti in proporzione della loro partecipazione sociale<sup>140</sup>.

Il diritto di opzione di cui godono i soci attuali sulle azioni di nuova emissione è di fondamentale importanza al fine di mantenere inalterate le proporzioni di partecipazione al capitale e al patrimonio sociale di ogni socio e quindi mantenere in equilibrio i diritti amministrativi propri di ogni azionista<sup>141</sup>.

Dopo questa breve introduzione, a partire dal 2014, ossia anno in cui il legislatore ha introdotto nel nostro sistema le azioni a voto plurimo e maggiorato, è stato doveroso aggiornare la disciplina dell'aumento del capitale nelle società di capitali.

Nella fattispecie dell'aumento del capitale gratuito, l'art. 127-*quinquies*, comma 3°, lett. b, t.u.f., prevede che il diritto di voto maggiorato "*si estende alle azioni di nuova emissione in caso di aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 del codice civile*" a meno che lo statuto non disponga diversamente. Quindi il legislatore ha preventivato che la maggiorazione venga attribuita "automaticamente" alle azioni di nuova emissione lasciando autonomia allo statuto nel disporre diversamente.

Questa disposizione del legislatore è pienamente fondata non solo poichè trattandosi di un aumento del capitale gratuito la maggiorazione delle nuove azioni debba risultare neutrale e non provocare un'alterazione dei poteri preesistenti degli azionisti, ma anche perchè le riserve imputate a capitale ai fini dell'aumento da parte degli azionisti altro non sono che riserve accantonate negli esercizi precedenti, già di appartenenza dei soci e principalmente

---

<sup>140</sup> CAMPOBASSO G.F., "*Manuale di diritto commerciale, Diritto delle società*", Vol. 2, Utet Giuridica, 2015. pp. 316 ss.

<sup>141</sup> CAMPOBASSO G.F., "*Manuale di diritto commerciale, Diritto delle società*", Vol. 2, Utet Giuridica, 2015. pp. 318 ss

già durevolmente investite nella società<sup>142</sup>. Inoltre, questo automatismo sembra legittimato dalla natura meramente contabile dell'atto di aumento del capitale nominale e dalla necessità che le azioni derivanti dall'aumento abbiano le medesime caratteristiche di quelle emesse in precedenza<sup>143</sup>.

Tuttavia, la clausola indicata dall'art. 127-*quinquies*, comma 3°, del t.u.f., per cui lo statuto della società può godere dell'autonomia lasciatagli in tema dell'attribuzione o meno del diritto di voto maggiorato alle azioni emesse, suscita dibattito in dottrina.

In particolare sono la possibilità da parte della società di attuare una modifica dello statuto che elimini l'attribuzione del voto maggiorato alle azioni di nuova emissione, vincolando così i futuri aumenti del capitale (c.d. *opt out*), oppure una predisposizione statutaria che veda le azioni messe in circolazione dall'aumento del capitale gratuito private totalmente, o in parte, del voto maggiorato a destare perplessità circa la loro equità<sup>144</sup>.

In effetti prendendo alla lettera il contenuto dell'articolo in esame e attenendosi a quel che questo dichiara, non sembra esserci niente che vieti alla società di intraprendere una scelta simile: limitare o annullare del tutto l'estensione automatica del voto maggiorato alle nuove azioni, anche se sul piano pratico si tratterebbe di una scelta insolita.

E invece parte della dottrina si mostra contraria e sostiene l'illegittimità di una tale decisione rivendicando che una clausola statutaria che, nel caso di un aumento del capitale gratuito, annulli

---

<sup>142</sup> GUIZZI G., “La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica”, in *Corr. Giur.* 2015, pp. 158.

<sup>143</sup> BIANCHI LUIGI A., “Operazioni straordinarie, maggiorazione del voto e azioni a voto plurimo”, in *Riv. delle Società*, fasc.02-03, 2016, pp. 392

<sup>144</sup> MARCHETTI P., “Osservazioni e materiali sul voto maggiorato”, in *Riv. delle Società*, 2015, pp. 448 ss.

o limiti l'estensione della maggiorazione di voto debba essere reputata nulla<sup>145</sup>. Questa convinzione si basa sulla presunzione che *“il beneficio della maggiorazione sarebbe attribuito in ragione dell'appartenenza di una determinata “quota” di partecipazione, la quale dovrebbe restare invariata all'esito dell'aumento gratuito*

---

<sup>145</sup> La medesima tesi è promossa da MARCHISIO E., *La “maggiorazione del voto” (art. 127 quinquies T.U.F.): récompense al socio “stabile” o truccage del socio di controllo?*, in *Banca borsa*, 2015, I, 78 ss., a 100 s. secondo cui dovrebbe ritenersi nulla qualsiasi clausola statutaria che limiti o escluda l'estensione della maggiorazione in ipotesi di aumento gratuito del capitale sociale, *“Dal canto nostro, siamo portati a credere che il beneficio di cui trattasi consegua alla sola titolarità ininterrotta di una determinata quota di partecipazione al capitale sociale, indipendentemente dal fatto che tale quota sia rappresentata dalle medesime azioni o da azioni differenti nel tempo (beninteso: purchè la quota di partecipazione sia complessivamente mai inferiore a quella per la quale si chiede il beneficio della maggiorazione del voto). Ed infatti, se pure stando al tenore della disposizione (che si riferisce, al primo comma, alla maggiorazione del voto relativo a « ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto» ed al terzo comma alla «cessione dell'azione»), il beneficio della maggiorazione del voto parrebbe conseguire non (solo) alla titolarità continua ed ininterrotta di una certa partecipazione azionaria, ma (anche) alla titolarità continua ed ininterrotta dei medesimi titoli rappresentanti quella partecipazione, tale soluzione appare inaccettabile sotto due profili. In primo luogo, da un punto di vista sistematico il beneficio è attribuito non in relazione alla partecipazione detenuta ma alla qualità di azionista proporzionalmente “stabile” del suo titolare. Ne consegue che, a fronte della persistenza di una certa percentuale di partecipazione alla società, dovrebbe essere irrilevante se essa sia rappresentata sempre dai medesimi titoli o se, per avventura, essa sia rappresentata da titoli diversi (purchè, ovviamente, la cessione ed il riacquisto dei titoli avvenga in maniera tale da garantire che la partecipazione complessivamente detenuta dal socio non scenda mai al di sotto della percentuale per la quale il socio medesimo intende partecipare al beneficio della maggiorazione del voto). In secondo luogo, dal punto di vista funzionale, riteniamo che la legge abbia ritenuto di beneficiare con la maggiorazione del dividendo la stabilità della partecipazione e non la stabilità della specifica titolarità azionaria. Richiamando in questa sede il medesimo esempio utilizzato, in relazione allo stesso problema, in materia di maggiorazione del dividendo: ipotizziamo due azionisti, A e B. Entrambi mantengono, nell'arco dell'anno oggetto di verifica, una partecipazione complessivamente pari o superiore a, ipotizziamo, il 5% del capitale sociale. L'azionista A non compie operazioni sulle proprie azioni; l'azionista B, invece, effettua numerosi acquisti e vendite, detenendo però in ogni momento una partecipazione complessivamente non inferiore al 5%. Non si vede quale sia la ragione di discriminare la loro legittimazione al beneficio della maggiorazione del voto qualora A abbia mantenuto i medesimi titoli rappresentanti il 5% mentre B abbia mantenuto una partecipazione complessivamente pari al 5% seppure rappresentata da titoli di volta in volta diversi.(..) Ne consegue che, allora, in caso di aumento del capitale ex art. 2442 c.c. ciascun socio non può che mantenere il beneficio della maggiorazione del voto nella medesima percentuale di partecipazione precedente all'aumento e che la clausola statutaria che escludesse tale “estensione” (rectius: mantenimento) sarebbe nulla”.*

*del capitale sociale, e che l'esclusione o limitazione dell'estensione della maggiorazione non consentirebbe di mantenere proporzionalmente invariata la percentuale dei diritti di voto di ciascun socio*"<sup>146</sup>.

Nonostante ciò, in caso di aumento gratuito del capitale sociale la volontà da parte della società di derogare all'automaticità dell'attribuzione del voto maggiorato alle nuove azioni deve considerarsi plausibile, al contrario tale iniziativa sociale non è ammessa quando l'aumento del capitale avviene nella modalità di aumento del valore nominale delle azioni già esistenti e in circolazione<sup>147</sup>. La spiegazione alla base di questa distinzione nell'applicazione della disciplina è centrata sul soddisfacimento della condizione madre che è alla base del principio di maggiorazione del voto, ossia il trascorrere minimo di ventiquattro mesi affinché l'azione goda della maggiorazione del proprio voto. Difatti, nel caso della seconda modalità sopra espressa, il requisito temporale della detenzione risulta già soddisfatto.

Diversa è la disciplina dell'aumento del capitale a pagamento.

Dal contenuto dell'art. 127-*quinquies*, comma 4, t.u.f., il quale afferma che *“lo statuto può prevedere che la maggiorazione del voto si estenda proporzionalmente alle azioni emesse in esecuzione di un aumento di capitale mediante nuovi conferimenti”*, salta subito all'occhio una differenza sostanziale con la disciplina dell'aumento del capitale gratuito: l'assenza, nel caso dell'aumento a pagamento, dell'automaticità dell'estensione del diritto di voto maggiorato alle nuove azioni. L'intenzione di estendere il

---

<sup>146</sup> MARCHISIO E., *“La “maggiorazione del voto (art. 127 quinquies T.U.F.): récompense al socio “stabile” o truccage del socio di controllo?”*, in Banca borsa, Vol. I, 2015, pp. 78 ss.

<sup>147</sup> ASSONIME, *“Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato”*, Circolare n. 10 del 7 aprile 2015, in Riv. delle Società, 2015, pp. 476 ss.

"privilegio" alle nuove azioni deve essere manifestata obbligatoriamente dallo statuto.

Vi è proprio una disposizione speculare tra il comma 3 e 4 del medesimo art. 127-*quinquies* t.u.f., ossia tra l'aumento gratuito e l'aumento a pagamento, la cui motivazione è da ricercare nella diversità della natura dell'aumento stesso, in quanto se quello gratuito si completa a fronte di imputazione di riserve e fondi disponibili a capitale, quello a pagamento a fronte di nuovi conferimenti<sup>148</sup>.

Spetta allo statuto, quindi, specificare la volontà sociale circa l'estensione del diritto di voto maggiorato anche alle azioni in futuro emesse dall'aumento. La proiezione del "privilegio" della maggiorazione sulle nuove azioni è da intendersi nel senso che ai titolari di azioni con diritto di voto maggiorato verranno distribuite le nuove azioni già dotate della maggiorazione, senza che queste siano legate al vincolo di detenzione temporale (minimo ventiquattro mesi) per la maturazione del siffatto diritto.

È sempre valido e indispensabile, tuttavia, il principio di proporzionalità all'interno della società, esso deve rimanere inalterato e pertanto l'estensione della maggiorazione, se prevista dallo statuto, deve riguardare in ugual modo le azioni di nuova emissione e i soci attuali, inoltre non può la maggiorazione non riferirsi alle azioni destinate agli azionisti già in possesso di azioni maggiorate e non è in alcun modo ammissibile un aumento del capitale privo del diritto di opzione<sup>149</sup>.

Altra autonomia propria dello statuto è nel decidere di estendere o meno la maggiorazione anche alle azioni iscritte nell'elenco, ma non ancora in possesso del requisito minimo temporale per la maggiorazione del voto; se nulla è fissato dallo statuto a riguardo,

---

<sup>148</sup> GUIZZI G., "La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica", in *Corr. Giur.*, 2015, pp. 158.

<sup>149</sup> ASSONIME, "Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato", *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, in *Riv. delle Società*, 2015, pag. 512.

l'estensione alle nuove azioni è automatica e queste devono essere incluse nell'elenco con la stessa "anzianità" delle azioni già in possesso dall'azionista<sup>150</sup>.

In conclusione, qualora invece si deliberi per un aumento del capitale tramite l'emissione di azioni a voto plurimo si possono manifestare diverse situazioni.

In effetti, qualora attraverso un aumento del capitale a pagamento vengano emesse azioni a voto plurimo, e non vi siano categorie azionarie preesistenti, queste dovranno comunque essere offerte in opzione ai soci attuali nel rispetto del principio di parità di trattamento dei soci (principio contenuto nell'art. 42 della Direttiva 1977/91 a carattere comunitario) e nello stesso senso è da escludere la possibilità che la società preveda un aumento del capitale che assegni azioni a voto plurimo di nuova emissione esclusivamente ad alcuni azionisti, modificando senz'altro in questo modo il potere dei soci all'interno della società<sup>151</sup>.

Qualora invece, vi siano all'interno della società categorie preesistenti di azioni e per via dell'aumento di capitale venissero assegnate in opzione ai soci attuali azioni di categorie diverse rispetto a quelle di cui già sono in possesso i soci, poichè non esiste per la società un obbligo di emissione di azioni della stessa categoria di quelle già esistenti, l'assegnazione risulta valida e in vista di "un'alterazione del rapporto tra le categorie" è richiesta l'autorizzazione dell'assemblea speciale come da art. 2376 c.c..

Significativa in materia di aumento oneroso del capitale si rivela la possibilità di limitare o escludere del tutto il diritto di opzione dei soci sulla nuova emissione di azioni a voto plurimo. Facoltà

---

<sup>150</sup> ASSONIME, "Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato", *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, in Riv. delle Società, 2015, pp.513.

<sup>151</sup> ABRIANI N., "Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi", *Società e concorrenza*, 2014, consultabile in [www.giustiziacivile.com](http://www.giustiziacivile.com)

ammissibile qualora, come dispone l'art. 2441, comma 5, c.c., la società riconosca il vantaggio e l'esigenza di una tale decisione, decisione da deliberare con il *quorum* proprio dell'assemblea straordinaria<sup>152</sup>.

Infine, ai sensi dell'art. 2349 c.c. viene chiaramente prevista la possibilità di dar vita a una nuova categoria di azioni a seguito dell'aumento gratuito del capitale, derogando però dall'art. 2442 c.c. poichè le azioni di nuova emissione, le quali possono essere anche speciali, non sono assegnate gratuitamente agli azionisti ma a terzi come i prestatori di lavoro dipendenti<sup>153</sup>.

## **5. Mergers and acquisitions in presenza di deviazioni dal principio *one share one vote*.**

Indagheremo ora le sorti del diritto di voto maggiorato e plurimo durante le operazioni straordinarie, e in particolare con riferimento alle fusioni e alle scissioni societarie.

Per prima cosa, con il termine "fusione" si intende "*l'unificazione di due o più società in una sola*" attraverso "*la costituzione di una nuova società, che prende il posto di tutte le società che si fondono (fusione in senso stretto)*" oppure mediante "*assorbimento in una società preesistente di una o più altre società (fusione per incorporazione)*"<sup>154</sup>. Ciò che ne risulta è una società di dimensioni

---

<sup>152</sup> BUSANI A. E SAGLIOCCA M., *Le azioni non si contano, ma si pesano: superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Le Società*, 2014. pp. 1055

<sup>153</sup> Riferimento alla spiegazione dell'art. 2349 c.c. reperibile su [www.brocardi.it](http://www.brocardi.it)

<sup>154</sup> Il progetto di fusione può riguardare sia società dello stesso tipo (c.d. fusione omogenea), sia società aventi strutture differenti (c.d. fusione eterogenea). La fusione eterogenea, per esempio tra una società in nome collettivo e una società per azioni, comporta anche la trasformazione di una o più delle società che si fondono. CAMPOBASSO G.F., "Manuale di *Diritto commerciale*, Diritto delle società", Vol. 2, 2015, UTET Giuridica, pp. 644

maggiori in cui vengono ridotti ad unità i patrimoni delle singole società. Le attività di tutte le società preesistenti si estinguono a loro volta senza però che si annullino anche i rapporti con i terzi e fra i soci. Infatti, la società che avrà luogo dopo la fusione resterà responsabile dei *"diritti e gli obblighi delle società partecipanti alla fusione, proseguendo in tutti i loro rapporti, anche processuali, anteriori alla fusione"* come recita l'art. 2504-bis, 1 comma, c.c.. Fusione è dunque anche continuazione dell'attività sociale, e ne è ulteriore testimonianza il fatto che gli eventuali creditori potranno rifarsi sul patrimonio della società risultante, ma anche gli stessi soci della/e vecchia/e società diventano per diritto soci della nuova società ricevendo in cambio della loro originaria partecipazione quote o azioni di quest'ultima<sup>155</sup>.

D'altro canto, la scissione prevede che il patrimonio di una società venga scomposto e conferito nella sua totalità o in parte ad altre società<sup>156</sup>. Ne deriva, quindi, una frammentazione di un unico patrimonio sociale e di un'unica compagine societaria in più

---

<sup>155</sup> CAMPOBASSO G.F., *"Diritto commerciale, Diritto delle società"*, Vol. 2, 2015, UTET Giuridica, pp. 646

<sup>156</sup> *"L'istituto della scissione formalmente introdotto nel nostro ordinamento a seguito della sesta Direttiva in materia societaria (Dir. 82/891/CEE), si caratterizza in termini di notevole ampiezza, infatti vi sono diverse forme di scissione: la scissione totale, e cioè l'ipotesi in cui l'intero patrimonio di una società risulta assegnato ad altre, preesistenti o di nuova costituzione, con assegnazione delle relative partecipazioni ai soci della prima; e la scissione parziale o scorporazione, l'eventualità cioè che una società assegni ad altra od altre, preesistenti o di nuova costituzione, solo parte del proprio patrimonio e ugualmente ne risulti l'assegnazione delle loro partecipazioni ai soci della prima, anche essa possibile sia nella forma di scissione in senso stretto, quando cioè la società o le società beneficiarie sono di nuova costituzione, sia in quella di scissione per incorporazione, qualora la società o le società beneficiarie siano invece preesistenti all'operazione. Una scelta così ampia si spiega per l'intero intento di fornire all'istituto una vasta gamma di possibilità operative. Si spiega anche perchè l'ipotesi in effetti precedentemente controversa nel nostro ordinamento era soprattutto quella della scorporazione con costituzione di una nuova società: si discuteva infatti sulla possibilità di ottenere, con una operazione unitaria, il triplice risultato di costituire una nuova società, conferire ad essa parte del patrimonio di quella preesistente ed assegnare direttamente le partecipazioni nella prima ai soci della seconda."* FERRI G., *"Manuale di diritto commerciale"*, XII Ed., Utet Giuridica, 2017

società. A seguito della scissione, le azioni o le quote delle società beneficiarie saranno assegnate ai soci della società originaria.

Dopo aver esposto alcune nozioni di base della disciplina, indaghiamo ora le direttive introdotte dal legislatore del 2014, attraverso le quali ha voluto regolamentare i due istituti della fusione e scissione a seguito della diffusione delle azioni a voto plurimo e maggiorato.

Punto di riferimento della nostra analisi è l'art. 127-*quinquies*, comma 4, t.u.f. che recita: “*Il progetto di fusione o di scissione di una società il cui statuto prevede la maggiorazione del voto può prevedere che il diritto di voto maggiorato spetti anche alle azioni spettanti in cambio di quelle a cui è attribuito voto maggiorato (..)*”.

Pertanto, il legislatore chiarisce che, nel caso della fusione e della scissione di società che abbiano introdotto in statuto la maggiorazione del diritto di voto, spetterà al progetto di fusione o scissione la decisione se estendere la maggiorazione alle azioni emesse in cambio di quelle revocate dopo le sopracitate operazioni.

L'aver messo in risalto il ruolo dispositivo del progetto di fusione o scissione sottolinea come non sia demandato né allo statuto né ai soci stabilire le modalità di estensione del diritto di voto plurimo o maggiorato. Dunque, per questo motivo, se non disposto dal progetto dell'operazione, non è da ritenersi un diritto dei soci della società incorporata o scissa ricevere in concambio delle proprie azioni le azioni maggiorate della nuova società, in quanto l'operazione di fusione o scissione "spezza" la continuità del possesso, avendo l'estensione della maggiorazione come oggetto azioni di una società terza<sup>157</sup>.

---

<sup>157</sup> BIANCHI LUIGI A., “Operazioni straordinarie, maggiorazione del voto e azioni a voto plurimo”, in Riv. delle Società, fasc.02-03, 2016, pp. 402

È proprio in termini di continuità del possesso della partecipazione che potrebbe sorgere l'equivoco, legittimo, se debba essere considerato come valido il periodo del possesso delle azioni da parte dell'azionista antecedente alla fusione o scissione al fine del calcolo per la maturazione della maggioranza. Parte della dottrina ha voluto obiettare a tale ipotesi sostenendo che nel momento in cui le azioni di un socio passano dalla società originaria a quella risultante dall'operazione è opportuno parlare non di "trasferimento" della partecipazione, ma piuttosto di "prosecuzione" della società risultante nei diritti e nei poteri della società partecipante all'operazione, e allora perché non far rientrare in tale *prosecuzione* delle prerogative anche le partecipazioni dei soci<sup>158</sup>.

Quindi, coerentemente con quanto detto, spetta sempre, lo ribadiamo, al progetto della relativa operazione dettare disposizioni, il quale può prevedere che alle azioni emesse in cambio delle "vecchie" azioni con voto maggiorato venga estesa la maggioranza con effetto immediato senza la pretesa del possesso minimo continuativo nei ventiquattro mesi successivi alla conclusione della fusione o scissione, mentre nel caso le azioni non avessero maturato ancora la maggioranza prima della fusione/scissione, allora per l'estensione della maggioranza alle azioni di nuova emissione nella società risultante dalla fusione/scissione si terrà conto del periodo di iscrizione nell'elenco speciale della società fusa/scissa<sup>159</sup>.

L'art. 127-*quinquies*, comma 4, t.u.f. si riferisce al caso in cui l'incorporante o la beneficiaria esistente siano società quotate e

---

<sup>158</sup> MARCHISIO E., "La "maggiorazione del voto (art. 127 *quinquies* T.U.F.): *récompense al socio "stabile" o trucage del socio di controllo?*", in Banca borsa, Vol. I, 2015, pp. 98

<sup>159</sup> BIANCHI LUIGI A., "Operazioni straordinarie, maggioranza del voto e azioni a voto plurimo", in Riv. delle Società, fasc.02-03, 2016, pp. 402

prevedano nello statuto la maggiorazione del diritto di voto, dando per scontato che l'incorporante o la scissa siano anch'esse quotate, in caso contrario non ci sarebbe stato motivo per assegnare in concambio azioni a voto maggiorato.

Detto ciò, c'è dibattito nel caso di fusione per incorporazione o scissione di una società non quotata in una quotata se i relativi progetti possano riconoscere come valido, in sede di concambio, il possesso antecedente alla fusione/scissione in vista della maturazione della maggiorazione, nonostante alle società non quotate sia posto il divieto di emissione di azioni a voto maggiorato e di conseguenza sono prive dell'elenco speciale in cui sono registrate tutte le azioni in fase di maturazione del "privilegio" della maturazione<sup>160</sup>.

Ciononostante, parte della dottrina conviene nel definire quanto esposto nel paragrafo precedente come legittimo a causa della sostanziale coincidenza tra le due fattispecie giacché, nel caso dell'IPO di una società *non* « risultante da una fusione che coinvolga una società con azioni quotate » (ossia nel caso di una fusione per incorporazione di una società quotata in una non quotata, la quale venga a sua volta quotata una volta perfezionata la fusione), nell'ambito della quale l'incorporante deliberi un aumento di capitale funzionale alla quotazione delle sue azioni, la delibera di modifica dello statuto volta a introdurre, *inter alia*, la maggiorazione, possa prevedere, ai fini del computo del *vesting period*, il periodo di appartenenza delle azioni antecedente alla fusione, pur in mancanza dell'elenco speciale, così riconoscendo, implicitamente, che l'appartenenza pre-fusione possa essere accertata anche dalle risultanze del libro soci<sup>161</sup>.

---

<sup>160</sup> BIANCHI LUIGI A., “Operazioni straordinarie, maggiorazione del voto e azioni a voto plurimo” , in Riv. delle Società, fasc.02-03, 2016, pp. 403

<sup>161</sup> Ad avviso DI MARCHETTI P. (nt. 1), 450, non sarebbe illecita l'inserzione nello statuto di società non quotata «della clausola di maggiorazione con effetto

## 6. *Tender offers* e maggioranza del diritto di voto.

A seguito dell'introduzione nel nostro ordinamento delle azioni a voto plurimo e delle azioni a voto maggiorato, il legislatore ha dovuto di conseguenza apporre (come abbiamo già visto) modifiche agli articoli del codice, provvedere deroghe a disposizioni previgenti e chiarire la disciplina di determinati istituti all'unico fine di prevenire la creazione di forme di disuguaglianza all'interno delle società, preservare la sfera dei diritti dei soci ed evitare abusi di potere.

Dopo l'introduzione delle azioni a voto maggiorato tramite il d.l. 2014, il legislatore ha dovuto così corredare la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto contenuta nel t.u.f. con gli opportuni accorgimenti.

Accorgimenti ritenuti essenziali poichè in un sistema legislativo come quello italiano, dove vige l'offerta pubblica d'acquisto obbligatoria successiva<sup>162</sup>, i rischi di un uso opportunistico di tale strumento al fine di rafforzare le posizioni di azionisti dominanti sono reali e presenti, e perciò sono stati necessari interventi idonei

---

*differito alla ammissione alle negoziazioni e ciò sia che il procedimento sia già iniziato, sia che non lo sia. La clausola statutaria che consente di utilizzare il possesso ante ammissione alla quotazione (art. 127-quinquies, settimo comma) per la maturazione (una volta che sia intervenuta la quotazione) tuttavia, dovrà porre come termine iniziale della maturazione "anticipata" l'inizio della procedura di quotazione».*

<sup>162</sup> Come ben espresso dalla direttiva OPA all'art. 5 comma 1: " *Gli Stati membri provvedono a che, qualora una persona fisica o giuridica, per effetto di propri acquisti o dell'acquisto da parte di persone che agiscono di concerto con essa, detenga titoli di una società di cui all'articolo 1, paragrafo 1, che, sommati ad una partecipazione già in suo possesso e ad una partecipazione di persone che agiscono di concerto con essa, le conferiscano, direttamente o indirettamente, diritti di voto in detta società in una percentuale tale da esercitare il controllo della stessa, detta persona sia tenuta a promuovere un'offerta per tutelare gli azionisti di minoranza di tale società. L'offerta è promossa quanto prima ed è indirizzata a tutti i possessori dei titoli per la totalità delle loro partecipazioni, al prezzo equo definito nel paragrafo 4.*" e al comma terzo del medesimo articolo: " *La percentuale di diritti di voto sufficiente a conferire il controllo ai sensi del paragrafo 1 e le modalità del calcolo sono determinate dalle norme dello Stato membro in cui la società ha la propria sede legale.*

sulla disciplina dell'OPA che prendessero in considerazione gli effetti delle azioni a voto maggiorato<sup>163</sup>.

Un primo passo in tal senso è stata la modifica all'articolo 106 del t.u.f., il quale se prima non faceva riferimento alle azioni con voto maggiorato, ora prevede che *“Chiunque, a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso”*.

A tal proposito, quindi, sono due le situazioni dalle quali può scaturire l'obbligo di promuovere l'OPA: quando non si beneficia del diritto della maggiorazione e si detiene una partecipazione superiore al 30% del capitale sociale e nel caso in cui si è in possesso di azioni a voto maggiorato per effetto delle quali si supera la soglia del 30% in termini di voti esercitabili sul totale dei voti disponibili<sup>164</sup>. Ne consegue che la soglia del 30% non è da riferirsi alla quota di capitale sociale come espressione del numero di azioni possedute dal socio, bensì alla quota dei "titoli" detenuti intesi così come dall'art. 101-bis, comma 2, t.u.f. ossia tutti *“gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria”*<sup>165</sup>. A seguito dell'introduzione della maggiorazione del voto, il calcolo della soglia di partecipazione non è più svolto sulla base del numero di azioni, ma sulla base del numero dei voti.

---

<sup>163</sup> SAGLIOCCA M., *“Il definitivo tramonto del principio “un'azione, un voto” : tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”*, in *Rivista del Notariato n. LXVIII, 2015*, pp. 946

<sup>164</sup> VELLA F., *“Problemi d'attualità, voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'opa”*, in *Giur. comm., Vol. I, 2015*, pp. 239

<sup>165</sup> CAMPOBASSO G.F., *“Diritto commerciale, Diritto delle società”*, Volume II, UTET Giuridica, 2015, pp. 256

Per tale motivo, la soglia prefissata del 30% può essere superata anche senza l'acquisto sul mercato di nuovi strumenti finanziari dotati del diritto di voto, poichè basta che il socio detenga un certo numero di azioni maggiorate per il superamento di suddetta soglia<sup>166</sup>.

Per completezza della disciplina, l'obbligo di promuovere l'offerta pubblica d'acquisto si presenta altresì quando la soglia prevista per legge viene superata sommando gli acquisti e le maggiorazioni di voto proprie di soggetti che agiscono di concerto, ossia persone in accordo tra loro (ad esempio un soggetto e il suo controllante, società sottoposte a comune controllo o una società e i suoi amministratori) al fine comune di conquistare, mantenere o rafforzare il controllo della società<sup>167</sup>.

Il legislatore in fase di determinazione delle soglie da applicare alle società ha attuato una distinzione tra queste, prevedendo infatti differenti soglie per le piccole e medie imprese con azioni quotate. Queste ultime ai sensi dell'art. 106, comma 1-ter, t.u.f. possono prevedere una soglia diversa dal 30%, ma che sia compresa tra il 25% e il 40%. L'autonomia statutaria voluta lasciare dal legislatore alle PMI con azioni quotate assume un duplice significato: se si prende come punto di riferimento la soglia più bassa (del 25%) la volontà è quella di non incidere negativamente sulla contendibilità

---

<sup>166</sup> “Parimenti, la maggiorazione dei diritti di voto è equiparata all'acquisto di partecipazioni ai fini del superamento della soglia ai fini dell'OPA obbligatoria in «società il cui patrimonio è prevalentemente costituito da titoli emessi da altra società di cui all'articolo 105, comma 1 » (art. 106, comma 3o, lett. a, t.u.f.); alla delimitazione degli “acquisti” (ma in realtà: agli incrementi dei diritti di voto) rilevanti nella misura del 5% (art. 106, comma 3o, lett. b, t.u.f.); alla esclusione della rilevanza di « superamenti della soglia » di carattere temporaneo (art. 106, comma 5o, lett. d, t.u.f.). L'incremento dei diritti di voto è equiparato all'acquisto di partecipazioni anche in riferimento alla disciplina dell'acquisto di concerto (art. 109, comma 1, t.u.f.)”. MARCHISIO, *La “maggiorazione del voto” (art. 127 quinquies t.u.f.): récompense al socio “stabile” o truceage di controllo?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, cit, pag. 94

<sup>167</sup> CAMPOBASSO G.F., “*Diritto commerciale, Diritto delle società*”, Volume IIUTET Giuridica, 2015, pp. 258

delle PMI, se viceversa si guarda alla soglia massima (del 40%) l'obiettivo è ostacolare la medesima contendibilità del potere<sup>168</sup>. Infine, il "decreto Competitività" nell'ambito delle regole di neutralizzazione previste dall'art. 104-*bis* del t.u.f. ha introdotto regole di sterilizzazione dei voti multipli in caso di OPA: dunque, i singoli statuti potranno prevedere che i diritti di voto assegnati tramite azioni a voto maggiorato non vengano conteggiati e valutati nelle assemblee convocate per deliberare tecniche di difesa, in pendenza di offerte pubbliche di acquisto, nonché in alcune specifiche assemblee successive all'acquisizione di almeno il 75% del capitale da parte dell'offerente<sup>169</sup>.

---

<sup>168</sup>VELLA F., *“Problemi d'attualità, voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'opa”*, in *Giur. comm.*, Vol. I, 2015, pp. 228

<sup>169</sup>BUSANI A. E SAGLIOCCA M., *“Le azioni non si contano, ma si pesano: superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato”*, in *Le Società*, 2014, pp. 1059

## CONCLUSIONI

Il Decreto Competitività del 24 giugno 2014, convertito in legge l'11 agosto dello stesso anno, concedendo la possibilità alle società non quotate di emettere azioni a voto plurimo e alle società quotate di prevedere la maggiorazione del voto, ha voluto rappresentare un punto di svolta per l'economia e l'industria italiana.

Il legislatore nazionale ha visto nelle azioni a voto plurimo l'arma migliore per contrastare i fini speculativi di quegli investitori disinteressati dalla causa sociale, attratti soltanto dal ritorno economico dell'investimento fatto. È in questo senso che ha riconosciuto nel nuovo istituto di potenziamento del voto il giusto mezzo per avvicinare alle società azionisti di lungo termine; uno strumento che concedendo maggiori poteri amministrativi possa allo stesso tempo fidelizzare i soci alla gestione sociale portandoli a formare un azionariato il più stabile possibile.

Nonostante in Italia questa nuova disciplina non sia vista con buon occhio da tutti gli investitori, si è rilevato al contrario come le società stiano ricorrendo favorevolmente ai sistemi di rafforzamento della *governance*. In particolare le piccole e medie imprese, che costituiscono la quasi totalità del tessuto produttivo italiano, hanno adeguato la propria struttura azionaria facendo ricorso alle azioni a voto plurimo. In effetti la predisposizione di queste categorie permette agli imprenditori di tenere saldo il controllo della società potendo allo stesso tempo avvicinarsi senza paura al mercato dei capitali.

Per questa serie di ragioni l'introduzione di una disciplina come quella in esame che ha senza dubbio incentivato la crescita economica e competitiva delle nostre imprese è stata necessaria e positiva, ancor di più se si pensa che nel contesto internazionale le economie più floride hanno previsto prima di noi l'utilizzo dei CEMs, dovendo tuttavia prestare attenzione che non vi sia un abuso

di tali strumenti che possano mettere in ombra le minoranze fino ad estrometterle dalla gestione sociale.

Ritengo che proprio sul tema della tutela delle minoranze il legislatore debba porre l'attenzione, sorvegliando e monitorando le imprese affinché non vi siano previsioni statuarie che attraverso la combinazione di diversi meccanismi di controllo causino una cristallizzazione del governo societario a favore di pochi.

## *Bibliografia*

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

ABRIANI N., *“Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi”*, Società e concorrenza, 2014, consultabile in [www.giustiziacivile.com](http://www.giustiziacivile.com)

ABRIANI N., *“Il nuovo diritto societario, Delle azioni e degli altri strumenti finanziari partecipativi”*, 2004

ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCIANO N., *“Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo”*, Quaderni Giuridici Consob, 5 gennaio 2014

ASSONIME, *“Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato”*, Circolare n. 10 del 7 aprile 2015, pubblicata in Riv. comm., 2015

BIANCHI LUIGI A., *“Operazioni straordinarie, maggiorazione del voto e azioni a voto plurimo”*, in Riv. delle Società, fasc.02-03, 2016

BIONE M., *“Il voto multiplo: digressioni sul tema”*, in *Giur. Comm.*, 2015

BIONE. M., *“Le azioni”*, in *Trattato delle società per azioni, diretto da Colombo Portale*, Vol. 2, Utet Giuridica, 1991

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

BUSI C. A., *“Assemblea e decisioni dei soci nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata”*, Cedam, 2008

CAMPOBASSO G.F., *“Diritto commerciale, Diritto delle società”*, Volume 2., UTET Giuridica, 2015

CARIELLO V., *“Un formidabile strumento di dominio economico”*, in *Riv. delle Società*, 2012

CARRIELLO, *“Un formidabile strumento di dominio economico: contrapposizioni teoriche, ‘battaglie’ finanziarie e tensioni ideologiche sul voto potenziato tra le due Guerre Mondiali”*, in *Quaderni fiorentini* 44 (2015)

COTTINO G., *“Diritto commerciale”*, Vol. I, Tomo II, III ediz., CEDAM, 1994

FERRARINI G., *“Un’azione - un voto”: un principio europeo?”*, in *Riv. soc.*, 2006

FERRI G., *“Manuale di diritto commerciale”*, UTET Giuridica, 2017

FRE’ G., *“Le azioni a voto plurimo”*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1926

GUACCERO A., *L’attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell’assemblea(?)*, in *Riv. Soc.*, 2016

GUERRERA F., “*La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*”, in Riv. Giurisprudenza Commerciale, fasc.2, 2017

GUIZZI G., “*La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*”, in Corr. Giur., 2015

HÖGFELDT P., “*The History and Politics of Corporate Ownership in Sweden*”, in *A History of Corporate Governance around the World*, edited by R. Morck, University of Chicago Press, Chicago, 2007

LA SALA, “*Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*”, Torino, Giappichelli, 2011

MARCHETTI P., “*Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*”, in Riv delle Società, 2015

MARCHISIO E., “*La “maggiorazione del voto (art. 127 quinquies T.U.F.): récompense al socio “stabile” o trucage del socio di controllo?*”, in Banca borsa, Vol. I, 2015

MASSELLA DUCCI TERI B., “*Il decreto competitività: prime riflessioni sul voto plurimo e loyalty shares all’italiana*”, in Riv. Dir. Comm., Vo. II, 2014

MERLE P., “*Droite commercial, Sociétés commerciales*”, Paris 2008

NICCOLINI-STAGNO D’ALCONTRES (a cura di), “*Società di capitali*” *Commentario*, Jovene, Napoli, 2004

PAUL A. GOMPERS, JOY ISHII, ANDREW METRICK, “*Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*”, May 2008

RIVOLTA G. C. M., “*La società per azioni e l’esercizio di piccole e medie imprese*”, in Riv. soc., 2009

ROLF SKOG, “*The European Union’s Proposed Takeover Directive, the “Breakthrough” Rule and the Swedish System of Dual Class Common Stock*”

SAGLIOCCA M., *“Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”*, in Rivista del Notariato n. LXVIII, 2015

SALANITRO N., *“La riforma delle società di capitali”*, in Banca, borsa e Titoli di credito, Vol. 54, Fascicolo 5, 2001

SCIALOJA A., *“Il voto plurimo nelle società per azioni”*, in Foro italiano, I, 1925

SPOLIDORO M.S., *“Il voto plurimo: i sistemi europei, XXVIII Convegno di studio su Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati”*, Fondazione centro Internazionale su diritto, società, economia

STOLFI G., *“Il voto plurimo e i suoi disastrosi effetti nell’economia germanica”*, in Riv. Dir. Comm., 1925

TEDESCHI C., *“Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto”*, in Le Società, 2015

VELLA F., *“Problemi d’attualità, voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell’opa”*, in Giur. comm., Vol. I, 2015

VENTORUZZO M., *“Un’azione, un voto: un principio da abbandonare?”*, in Giur. comm., fasc. 3, 2015

VENTORUZZO M., *“The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat”*, 2015

## *Sitografia*

[www.giustiziacivile.com](http://www.giustiziacivile.com) ABRIANI N., *“Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi”*, Società e concorrenza, 2014

[www.papers.ssrn.com](http://www.papers.ssrn.com) *"Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids in the European Union"*

[www.reportontheproportionalityeu.com](http://www.reportontheproportionalityeu.com) *"Report on the Proportionality Principle in the European Union. Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies"*

[www.eurlex.eu](http://www.eurlex.eu) LIBRO VERDE, *"Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario"*

[www.eurlex.eu](http://www.eurlex.eu) COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *"Long-Term Financing of the European Economy"*

[www.federnotizie.it](http://www.federnotizie.it) SPOLIDORO M.S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei"*, in *Federnotizie*, 2014

[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com) *Quotidiano economico finanziario "Il Sole 24 Ore"*



