



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra Diritto Commerciale

**AZIONI A VOTO PLURIMO E AZIONI A VOTO  
MAGGIORATO**

RELATORE: Prof. Raffaele Lener

CANDIDATO: Andrea Francioni - Matricola 167421

ANNO ACCADEMICO 2015 – 2016

INTRODUZIONE.....	3
CAPITOLO PRIMO .....	5
Azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato .....	5
1.1. La maggiorazione del diritto di voto: considerazioni di carattere generale .....	5
1.2. La disciplina del voto plurimo introdotta dal Decreto Competitività (D.L. 91/2014) .....	12
1.3. Le azioni a voto plurimo come categoria speciale di azioni .....	19
CAPITOLO SECONDO.....	27
Le azioni a voto plurimo nelle società per azioni non quotate .....	27
2.1. La disciplina delle azioni a voto plurimo e voto quantitativamente limitato nelle società per azioni non quotate.....	27
2.2. Pegno, usufrutto e sequestro di azioni a voto plurimo .....	33
2.3. La possibilità di combinare azioni a voto plurimo con azioni a voto limitato .....	34
CAPITOLO TERZO .....	38
Azioni a voto plurimo nelle società quotate .....	38
3.1. Le disposizioni del Testo Unico della Finanza relative alle azioni a voto maggiorato nelle società quotate.....	38
3.2. Società quotate e azioni a voto plurimo: il caso delle operazioni straordinarie .....	44
3.3. La disciplina in vigore nei Paesi dell'Unione Europea: riflessioni....	48
CONCLUSIONI .....	52

***Bibliografia***

## **INTRODUZIONE**

Con la recente conversione in legge del Decreto Competitività 2014, assumono una veste definitiva le modifiche apportate, sia al codice civile sia al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (in sigla, TUF), in tema di diritto di voto nelle società per azioni. La vera novità, in tale ambito, è stata quella di prevedere la possibilità di introdurre negli statuti delle società non quotate l'emissione di azioni con diritto di voto plurimo, con un massimo di tre voti per ogni azione, anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di determinate condizioni non meramente potestative. Di questi argomenti si parla all'interno del presente lavoro. In particolare il primo capitolo ha analizzato l'evoluzione dottrinale riguardante la classificazione giuridica delle azioni a voto maggiorato. Il dibattito ha riguardato in modo specifico anche la più recente riforma che ha di fatto ribadito la specialità di tale tipo di azioni. In generale la dottrina e gli studi aziendalistici anche hanno ritenuto che il voto plurimo, e in particolare la categoria delle azioni a voto plurimo, può altresì avere significativo impatto anche sul piano dell'efficienza e dell'equità distributiva, un tema che la più moderna dottrina economica richiama con forza — e giustamente — al centro del dibattito sulle scelte di politica economica. Infatti, l'introduzione dei voti plurimi trasferisce ricchezza dalle minoranze alle maggioranze. Poiché infatti i diritti di voto hanno un valore e nel caso delle azioni con voto plurimo, ove non siano previste regole legali che determinino la perdita del voto plurimo in caso di cessione onerosa delle stesse, i soci di controllo si appropriano del valore incorporato nei voti plurimi. In caso di cessione del controllo, il terzo acquirente sarà sì tenuto a promuovere un'offerta pubblica di acquisto ma il prezzo delle azioni ordinarie dovrà essere determinato in misura diversa da quello pagato per l'acquisto delle azioni a voto plurimo, che attribuiscono un numero maggiore di voti. Si potrebbe ritenere — come è stato infatti sostenuto — che il mercato sia in grado di misurare e scontare tale effetto in fase di quotazione, ma ciò postula una davvero ottimistica adesione all'ipotesi di mercato efficiente che trova, mi pare, poca

corrispondenza con i mercati reali. Il secondo capitolo descrive la riforma nel dettaglio andando a spiegare come la deviazione dalla regola “un’azione – un voto” potrebbe portare l’azionista di riferimento a perseguire maggiormente i propri interessi privati, aggravando i conflitti di interessi correnti tra azionisti di maggioranza ed azionisti di minoranza. Il terzo capitolo analizza il caso delle società quotate per le quali l'articolo 127 sexies del Testo Unico della Finanza esclude la possibilità di emettere azioni a voto plurimo ai sensi dell'articolo 2351 c.c., salvando però caratteristiche e diritti delle azioni a voto plurimo eventualmente emesse anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato.

## CAPITOLO PRIMO

### *Azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato*

#### **1.1. La maggiorazione del diritto di voto: considerazioni di carattere generale**

L'introduzione delle azioni a voto maggiorato (fino a due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi) e delle azioni a voto plurimo (fino a tre voti) è stata verosimilmente dettata dalle contingenze. Ci si riferisce, per quanto riguarda la maggiorazione, alle esigenze di finanza pubblica, per poter alienare ulteriori azioni di ENEL e ENI, senza perdere la maggioranza di fatto in assemblea; e, in relazione al voto plurimo, alla promozione della quotazione, per aumentare la flessibilità per il socio-imprenditore-fondatore di mantenere il controllo, raccogliendo capitale di rischio .

Per coincidenza, nello stesso periodo, FIAT ha adottato una struttura dell'emissione azionaria che consente a chi si è qualificato, nell'ambito del processo di fusione e trasferimento della sede all'estero, o a chi deterrà le azioni emesse dopo il trasferimento per oltre tre anni, di ricevere azioni a titolo gratuito con diritto di voto, che non possono essere vendute o date in pegno e che sono soggette a riscatto senza corrispettivo in caso di cessione. Nel caso FIAT, il recesso ex art. 2437 c.c. per trasferimento della sede all'estero ha mitigato possibili conflitti, derivanti dal fatto che gli azionisti possono aver acquistato le azioni senza la prospettiva di mantenerle nel tempo per evitare una diminuzione relativa del proprio potere in assemblea<sup>1</sup>.

In termini generali, la maggiorazione del voto determina un risultato analogo ad una ipotetica “riduzione” del voto per quegli azionisti che tengano le azioni meno di ventiquattro mesi (ciò che comunque sarebbe stato proibito con

---

<sup>1</sup> ABRIANI N., Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto: prime considerazioni, in Società e Contratti. Bilancio e Revisione, 2014

riferimento alla maggioranza delle azioni ex art. 2351, seconda parte, c.c.). Con riferimento al voto plurimo, l'abolizione del divieto di emettere tali azioni completa in certo senso l'ampliamento dell'autonomia statutaria, che post riforma vede ampia possibilità di definire categorie di azioni senza voto, a prescindere dal privilegio, e di allocare le azioni in modo non proporzionale al conferimento. La maggiorazione per premiare l'appartenenza fedele così come il voto plurimo sono stati oggetto di approfondimenti teorici, di uno studio a livello comunitario e sono diffusi nell'esperienza di altri Stati. In principio, la rimessione alla contrattazione privata o a meccanismi privati che agiscono su un procedimento di scelta collettiva dato non è da criticare in sé, cioè sul piano tecnico e non ideologico, neppure quando le circostanze sono sospette (per es. la scadenza di molti patti di sindacato rilevanti). Tuttavia, nel sistema societario la tutela del socio in presenza di abusi, violazioni di legge e statuto e conflitti di interesse, è gravemente inefficace e questo rende particolarmente delicata l'attribuzione di superpoteri.

In via del tutto preliminare, può osservarsi come la prerogativa che caratterizza la categoria delle azioni a voto plurimo, non solo consista — e la circostanza appare in sé pressoché scontata — ma si esaurisca — ed il punto merita di essere sottolineato — nel «potenziamento» di uno specifico diritto, o, meglio, potere organizzativo, quello, appunto, di voto<sup>2</sup>.

Che il tratto distintivo delle azioni a voto plurimo attenga esclusivamente al diritto di voto lo dimostrano, univocamente, tanto il contenuto della relativa disciplina, che in vero è volta a regolare tale diritto, ed esso soltanto, quanto la sua collocazione topografica, e cioè la circostanza che essa, al pari dell'originario divieto di emissione di tali azioni, risulta inserita in una norma dedicata, a partire dalla rubrica, alla prerogativa in esame, vale a dire appunto l'art. 2351 cod. civ.,

---

<sup>2</sup> SANTORO, V., Commento all'art. 2351, in Sandulli - Santoro (a cura di), La riforma delle società, Torino, 2013

il quale a sua volta rappresenta l'unico luogo del codice nel quale viene fatto cenno alla figura in esame, invece richiamata in più occasioni nel T.U.F.

Con una formula, può dirsi che le azioni in esame sono appunto, e soltanto, a voto plurimo, e non altresì a peso plurimo: ed è proprio da tale premessa che appare opportuno prendere le mosse al fine di avviare a soluzione il problema della rilevanza di tali azioni in relazione ai quorum assembleari, ed in particolare a quelli che la legge ricollega al raggiungimento di determinate quote di capitale, come è a dirsi di tutti i quorum costitutivi, e di alcuni tra quelli deliberativi.

Autorevole dottrina<sup>3</sup> ha poi sostenuto che le azioni con voto maggiorato non costituiscono una categoria di azioni. La maggiorazione di voto, infatti, non è caratteristica dell'azione, ma può operare in relazione ad una condizione in cui si trova l'azionista, il titolare dell'azione. Tale condizione è rappresentata dalla appartenenza per un periodo continuativo, quale stabilito dalla relativa clausola statutaria, comunque «non inferiore a ventiquattro mesi decorrenti non dall'acquisto, non dall'iscrizione a libro soci, ma dalla iscrizione in un apposito elenco, rimessa alla decisione del socio (che in ogni momento può rinunziarvi e che può limitare l'iscrizione a parte delle azioni appartenentegli)<sup>4</sup>. La circostanza per cui la maggiorazione del voto non è elemento caratterizzante una categoria conduce, a mio avviso, ad escludere che possa costituire caratteristica aggiuntiva di categorie di azioni qualificate appunto da altri diritti inerenti le azioni. Con il che non si esclude, “peraltro, affatto logicamente che della maggiorazione

---

<sup>3</sup> FERRI G., Azioni a voto plurimo e voto maggiorato: profili tipologici, Rivista del Notariato, fasc.4, 2015, pag. 761

<sup>4</sup> Le caratteristiche dell'elenco sono stabilite dalla Consob e si sostanziano ora soprattutto nell'art. 143-*quater* Regolamento Emittenti. Si ha una situazione, per qualche aspetto, simile a quella del voto scaglionato o del plafonamento del diritto di voto dell'art. 2351, terzo comma, c.c. Anche in questo caso è in relazione ad una situazione soggettiva (la quantità di « possesso », non la durata di « appartenenza ») del titolare delle azioni che opera la modulazione (lì restrittiva) del voto. Nello scaglionamento o nel plafonamento il socio può influire sullo stesso modificando il proprio possesso, mentre per la maggiorazione può addirittura decidere se, in che misura, per quanto tempo fruirne. Si ha soprattutto una situazione simile a quella della maggiorazione del dividendo dello sfortunato art. 127-*quater* sul cui schema si è mosso come vedremo nel secondo paragrafo il legislatore del 2014 Cfr. MARCHETTI P., Osservazioni materiali sul voto maggiorato, Rivista delle Società, fasc.02-03, 2015, pag. 448

possano fruire anche azioni (solo) di una categoria, se, ovviamente, esiste una sola categoria a voto pieno o col voto nelle materie in cui opera la maggioranza. L'importante è che questa maggioranza sia fruibile da qualsiasi socio che sia titolare di azioni attributive del diritto di voto suscettibile di maggioranza. Ed a ben vedere è questa la situazione che si verifica quando la maggioranza spetta al voto delle azioni ordinarie e accanto alle ordinarie vi sia un'altra categoria di azioni (senza voto) dato che anche le azioni ordinarie sono allora una categoria”<sup>5</sup>.

Ulteriore dottrina ha puntualizzato che le azioni a voto potenziato sono da considerare azioni di comando<sup>6</sup>, di direzione, un formidabile strumento di dominio economico di maggioranze (di capitale) di controllo su minoranze (di capitale) non di controllo ovvero (non necessariamente più spesso) di minoranze (di capitale) di controllo su maggioranze (di capitale) non di controllo, di acquisizione e difesa del controllo, che tutela i gruppi di controllo, invece di disciplinarli, creano «oligarchie di azionisti» e determinano «l'infeudamento» delle società. Evocando le parole con le quali la Relazione del Guardasigilli del codice del 1942 accompagnò la previsione del divieto dell'art. 2351, comma 4, v.t., c.c., le azioni a voto potenziato sono, geneticamente e fisiologicamente, un comodo strumento di dominio ovvero un necessario mezzo di difesa da scalate ostili. Sicché, anche quando presiedono a questa seconda funzione, pur sempre ambiscono a preservare, bloccandone il passaggio, il potere di controllo

Prendendo in considerazione, poi, i quorum costitutivi, e per ciò solo fondati sulla presenza in assemblea di azioni rappresentative di percentuali minime necessariamente, come detto, riferite al capitale sociale, si tratta di verificare se, in presenza di azioni a voto plurimo, tali quorum debbano continuare a calcolarsi complessivamente sul capitale «nominale», con l'esito che, a tali fini, ciascuna

---

<sup>5</sup> MARCHETTI P., Osservazioni materiali sul voto maggiorato, *Rivista delle Società*, fasc.02-03, 2015, pag. 448

<sup>6</sup> Per la qualificazione delle azioni a voto plurimo come azioni di comando, v., tra altri, SCIALOJA A (nt. 1), 760; e in giurisprudenza, Trib. Roma, 17 novembre 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II, 80; App. Torino, 3 giugno 1927, *ivi*, 1927, II, 407 s. e 412



azione dovrà essere computata in ragione del valore appunto nominale, laddove la (necessaria) identità di tale valore non solo consente, più semplicemente, di riferire le relative quote direttamente al numero complessivo delle azioni, ma impone di riconoscere a ciascuna di esse lo stesso peso, indipendentemente dal numero di voti: con la conseguenza che quelle a voto plurimo finirebbero per assumere a tal fine una rilevanza unitaria, cioè singola, e non plurima, al pari di tutte le altre; o se invece non debba ritenersi preferibile, sulla base di una interpretazione correttiva, ed evolutiva, riferire le relative percentuali al numero complessivo dei voti, e non delle azioni, con l'esito, se non addirittura al fine, di riconoscere alle azioni a voto plurimo una rilevanza plurima in ordine non solo alla approvazione della deliberazione assembleare, ma anche, ed ancor prima, alla costituzione dell'assemblea: come mostrano di ritenere la dottrina e la prassi prevalenti, sebbene divisa la prima e troppo ridotta, se non addirittura virtuale, per quanto assai rilevante, la seconda.

A siffatta conclusione si è soliti giungere sulla base di argomentazioni che muovono da due disposizioni. Si tratta, in particolare, da un lato ( dell'art. 127-quinquies, 8° comma, T.U.F., il quale accoglie espressamente tale soluzione, seppur riguardo al voto maggiorato: la norma in esame prevede infatti 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», soggiungendo tuttavia che la maggiorazione non ha effetto sui diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale; dall'altro dell'art. 2368, 1° comma, cod. civ., che, escludendo il computo delle azioni prive del diritto di voto dalla determinazione del capitale sul quale calcolare il quorum richiesto ai fini della costituzione dell'assemblea ordinaria in prima convocazione, nel senso che a dover essere complessivamente rappresentata in assemblea è una percentuale, pari alla metà, non già dell'intero capitale sociale (e cioè del numero complessivo delle azioni), ma di quella sua sola parte rappresentata da azioni dotate di diritto di voto, vale a dire del capitale votante, consentirebbe, secondo tale

impostazione, di individuare la base di tale quorum direttamente nel numero dei voti, e non delle azioni, con l'esito che il peso di ciascuna di esse finirebbe per essere commisurato a quello dei voti alla stessa riferibili<sup>7</sup>.

In primo luogo, l'art. 127-quinquies, 8° comma, T.U.F. si riferisce ad un fenomeno, quello del voto maggiorato, a tal punto diverso, e proprio sotto il profilo tipologico, dalle azioni a voto plurimo, da non consentire una applicazione analogica<sup>8</sup>.

D'altra parte, passando all'art. 2368, 1° comma, cod. civ., a suscitare perplessità appare la possibilità, dalla quale in vero muove la dottrina dominante, di considerare, ai fini del calcolo dei quorum costitutivi, tra loro uguali e contrarie, e cioè perfettamente speculari, l'ipotesi di azioni prive di diritto di voto (nella quale, in assenza di azioni a voto plurimo, il numero dei voti è inferiore a quello delle azioni) e, rispettivamente, quella di azioni a voto plurimo (nella quale, in assenza di azioni prive di diritto di voto, o comunque a voto limitato, il numero dei voti è superiore a quello delle azioni): e di farlo, si noti, in una prospettiva

---

<sup>7</sup> Il che, a sua volta, permetterebbe di individuare, in materia di *quorum* costitutivi, un principio generale, e dunque applicabile anche alle società non quotate, ed in presenza di azioni a voto plurimo, analogo a quello espressamente previsto, ma in materia di «assetti proprietari», dall'art. 120, 1° comma, T.U.F., il quale, dopo aver disposto, ma solo «ai sensi della presente sezione», che «per capitale di società per azioni si intende quello rappresentato da azioni con diritto di voto», precisa poi che «nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, per capitale si intende il numero complessivo dei diritti di voto.

<sup>8</sup> Si consideri, anzi, che, proprio per ciò, le indicazioni ricavabili da tale norma, in relazione al voto plurimo, risultano in realtà ambigue: la dottrina dominante, infatti, mostra, a ben vedere, di muovere non già dall'unica, ma da una soltanto tra le possibili interpretazioni della disposizione, quella cioè che vi ravvisa l'espressione di un principio generale, come tale applicabile appunto anche alle azioni a voto plurimo; la medesima disposizione, tuttavia, si presta anche, ed anzi preferibilmente, od essere intesa nel senso, opposto, di *regola eccezionale*, e cioè non ricavabile dai principi generali, e allora riferibile esclusivamente alla maggiorazione del voto (e poi limitatamente ai *quorum* assembleari, ad esclusione, e per espressa disposizione di legge, dei «diritti» di quota «diversi dal voto»), e non anche alle azioni a voto plurimo: a ciò convincendo, in particolare, la circostanza che, pur essendo la disciplina di entrambe tali figure stata introdotta nella medesima occasione, ad opera cioè del D.L. 25 giugno 2014, n. 91, come modificato dalla legge di conversione dell'11 agosto 2014, n. 116, tale regola è stata prevista unicamente in un caso, quello della maggiorazione del voto, e non nell'altro, le azioni a voto plurimo, stante il silenzio sul punto dell'art. 2351, 4° comma, cod. civ., come pure, deve aggiungersi, dell'art. 127-*sexies* T.U.F. Cfr. MARCHETTI P. Osservazioni e materiali sul voto maggiorato, in Riv. soc., 2015, 448 ss

non solo, per dir così, logica e aritmetica, ma giuridica, e, per di più, in termini generali.

In tale prospettiva così come ha osservato autorevole dottrina<sup>9</sup> le azioni a voto potenziato sono uno strumento che altererebbe ovvero comprometterebbe il principio di eguaglianza, il principio di maggioranza e il rapporto, di tendenziale proporzionalità, potere-rischio-responsabilità, reso rigido, se non automatico, dal divieto di emissione delle azioni a voto plurimo; là dove le azioni a voto limitato intaccherebbero già lo stesso principio, ma in misura considerata, in prevalenza (non da tutti), più moderata e accettabile.

Le azioni a voto potenziato sono uno strumento, in ultima analisi, che è stato concepito per permettere, che ha consentito nel corso del tempo e consente, in tutti gli ordinamenti nei quali risulta impiegato, a un controlling shareholder o a controllanti congiunti to mantain control without continuing to own a majority of the equity in the company<sup>10</sup>. Ed è storicamente provato come, sin dalle origini della loro applicazione, la creazione di tali azioni si sia prestata, in modo non esente da ferme critiche, ad assicurare a una o più società il controllo di altre società proprio secondo un'articolazione “a catena” o di gruppo.

---

<sup>9</sup> SANTORO, V., Commento all'art. 2351, in Sandulli - Santoro (a cura di), La riforma delle società, Torino, 2013

<sup>10</sup> FERRARINI, G., One Share – One Vote: A European Rule?, ECGI Law Working Paper n. 58, 2006, p. 96 e ss

## **1.2. La disciplina del voto plurimo introdotta dal Decreto Competitività (D.L. 91/2014)**

È opinione diffusa che l'“erosione” del “principio capitalistico” nella più recente elaborazione legislativa in materia di società di capitali trovi una delle principali conferme nell'espressa previsione della possibilità, per gli statuti delle società quotate, di attribuire una maggiorazione del diritto di voto e/o del dividendo. Più in particolare, rispetto ai tradizionali (sebbene, da tempo, non più assoluti) principi della proporzionalità degli utili alla partecipazione sociale (equal sharing rule) e della corrispondenza tra il numero di azioni e i voti a disposizione (one share-one vote)<sup>11</sup>, le deroghe contenute nelle disposizioni di cui agli artt. 127-quater e quinquies T.U.F. generano una pluralità di problematiche interpretative sia sul piano sistematico, sia su quello più strettamente applicativo. Alcune riflessioni generali possono aiutare a meglio inquadrare lo scenario che si viene delineando.

Le crisi finanziarie dell'ultimo decennio hanno evidenziato la necessità di sostituire o comunque di limitare visioni c.d. di short termism (accusate di essere tra le cause delle crisi stesse)<sup>12</sup>, valorizzando e recuperando la prospettiva dell'investimento a medio-lungo termine<sup>13</sup>.

Ciò sul presupposto che la presenza in una società quotata di investitori di medio-lungo termine (non solo di minoranza, ma ancor prima di maggioranza) possa consentire al CEO ed al management di perseguire una politica imprenditoriale non meramente finanziaria, a vantaggio della società, dei suoi stakeholders (in senso lato, ad iniziare dagli azionisti) e dello stesso Sistema-Paese. Riflessioni di questo tipo sono ormai ampiamente diffuse. Limitandosi ad alcuni esempi, la Commissione europea, in diverse occasioni, ha affermato l'importanza di incentivare gli azionisti a investimenti di lungo termine in modo

---

<sup>11</sup> VENTORUZZO, Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?, in *Giur. comm.*, 2015, I, 512 ss

<sup>12</sup> THOMSEN-CONYON, *Corporate governance. Mechanisms and systems*, London, 2012, 10.

<sup>13</sup> MARCHETTI P. Osservazioni e materiali sul voto maggiorato, in *Riv. soc.*, 2015, 448 ss

da favorirne l'impegno attivo all'interno della società, impegno considerato uno « dei fondamenti del modello di governo societario delle società quotate » e destinato a esprimersi, secondo la Commissione, « attraverso la sorveglianza attiva delle società, il dialogo con il consiglio di amministrazione e l'esercizio dei propri diritti di azionista, incluso, eventualmente, il diritto di voto e di cooperazione con altri azionisti al fine di migliorare il governo della società di cui detengono le azioni per favorire la creazione di valore a lungo termine »<sup>14</sup>.

Ed il Codice di Autodisciplina italiano nei Principi contenuti nell'art. 1 (Ruolo del consiglio di amministrazione) attribuisce espressamente agli amministratori “l'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo” (1.P.2). Analogamente, il paragrafo 4.1.1. del Corporate Governance Kodex tedesco impone al Vorstand una « creazione di valore sostenibile »<sup>15</sup>.

Del resto in tale contesto occorre ricordare che la stessa autonomia statutaria riflette l'assenza di un disegno di politica legislativa diretta a privilegiare o, in qualche modo, selezionare una o l'altra tra le varie funzioni in concreto perseguibili dal voto maggiorato. Ma, come già ho anticipato, è con l'autonomia statutaria che si può colorire dal punto di vista funzionale il voto maggiorato.

Il dato legislativo sottratto all'autonomia statutaria è l'elemento della fedeltà, vale a dire l'appartenenza al medesimo soggetto dell'azione per un periodo non inferiore a ventiquattro mesi a partire dall'iscrizione nell'apposito istituendo elenco. Tale presupposto, peraltro, non è di facile interpretazione. Ed il problema interpretativo consiste nello stabilire se la figura della « appartenenza » consenta o meno uno spazio dispositivo al titolare tra il mantenimento della titolarità di tutti i diritti sociali e la « cessione dell'azione » che è considerata fattispecie

---

<sup>14</sup> VENTORUZZO, Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?, in *Giur. comm.*, 2015, I, 512 ss

<sup>15</sup> La tendenza ad incentivare una visione di “lungo termine” è presente, del resto, in molte altre esperienze normative: v.ad esempio The UK Corporate Governance Code (settembre 2014); Japan's Corporate Governance Code. Seeking Sustainable Corporate Growth and Increased Corporate Value over the Mid- to Long Term (Giugno 2015).

interruttiva della appartenenza in via continuata. Ciò che deve permanere é la titolarità e la legittimazione all'esercizio del voto attribuito dall'azione in capo ad un medesimo soggetto.

L'art. 20 del d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito, con modificazioni, in l. 11 agosto 2014, n. 116, ha introdotto nell'ordinamento italiano l'art. 127-quinquies T.U.F., a mente del quale gli statuti possono prevedere il riconoscimento (ma non l'obbligo, ché gli statuti possono prevedere la irrevocabile rinuncia, totale o parziale, al voto maggiorato) di un « voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi » a decorrere dalla data di iscrizione nell'« apposito elenco » previsto dal comma 2°. Sia consentito osservarlo da subito: la disposizione consente il riconoscimento di una maggiorazione dei voti spettanti ad un determinato azionista e non l'emissione di azioni a voto multiplo — emissione oggi possibile per le società non quotate, a seguito della modificazione dell'art. 2351 c.c. ad opera della citata legge di conversione.

Operativamente, la definizione delle modalità per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti è rimessa agli statuti, che, in caso di adozione del voto maggiorato, dovranno prevedere « un apposito elenco » (art. 127-quinquies, comma 2°, T.U.F.) — le cui funzioni non sono chiaramente definite dalla disposizione in esame, come si osserverà meglio infra al § 4. Fermi restando gli obblighi di comunicazione previsti in capo ai titolari di partecipazioni rilevanti, la emanazione della disciplina di attuazione è rimessa ad un regolamento Consob, che dovrà ispirarsi agli obiettivi di assicurare la trasparenza degli assetti proprietari e l'osservanza delle disposizioni del titolo II, capo II, sezione II. Tale decreto ha quindi prodotto il definitivo “sgretolamento” del principio “un'azione, un voto”, sopravvissuto ai precedenti interventi legislativi, ivi inclusa la riforma organica delle società di capitali di cui al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 .

Nell'apportare tale completa e definitiva deviazione dal principio “un'azione, un voto”, il d.l. n. 91/2014 ha operato su due distinti livelli. Un primo livello di modifiche legislative ha interessato le sole società per azioni c.dd. chiuse e si caratterizza per l'abrogazione del divieto di emettere azioni a voto plurimo — fino ad oggi previsto dall'art. 2351, comma 4, c.c.<sup>16</sup> — e per la correlata possibilità di dar vita a una nuova categoria di azioni, appunto “a voto plurimo”, le quali consentono di esprimere un numero di voti maggiore di uno (ma non superiore a tre), e ciò (a seconda della scelta che in tal senso sia fatta nello statuto) o nella generalità delle decisioni di competenza dei soci o anche solo riguardo a decisioni su particolari argomenti, oppure a decisioni da adottarsi dai soci subordinatamente «al verificarsi di determinate condizioni non meramente potestative. Un secondo, e più articolato, livello di modifiche legislative ha riguardato, invece, gli emittenti titoli negoziati su un mercato regolamentato, ai quali viene consentito di emettere, ai sensi dell'art. 2351 comma 3, c.c. azioni a voto limitato e scaglionato (emissione che, nel previgente comma 3, era riservata alle sole società “chiuse” e preclusa invece a quelle quotate), viene fatto espresso divieto (ai sensi del nuovo art. 127-sexies, comma 1, d.lgs. 58/1998, e salvo limitate eccezioni, di cui oltre) di emettere le azioni a voto plurimo (le quali, dunque, restano materia d'elezione soltanto delle società “chiuse”), e viene riservata la possibilità (ai sensi del nuovo art. 127-quinquies, d.lgs. 58/1998) di prevedere azioni a voto maggiorato (sul modello delle c.dd. loyalty shares di diritto francese), con un limite massimo di due voti e con riferimento a tutte le azioni che siano di titolarità di uno stesso azionista per un periodo consecutivo indicato nello statuto della società emittente, comunque non inferiore a ventiquattro mesi dall'iscrizione dell'azionista in un apposito elenco

---

<sup>16</sup> Il principio “un'azione - un voto” era codificato nei commi 1 e 3 (ante-riforma del 2003) e nei commi 1 e 4, post-riforma, dell'art. 2351 c.c.: l'espressione Ogni azione attribuisce il diritto di voto» era contenuta nel comma 1 dell'art. 2351 c.c., ante-riforma del 2003, ed è stato riproposto nel comma 1 dell'art. 2351 c.c. post-riforma; l'espressione Non possono emettersi azioni a voto plurimo era contenuta nel comma 3 dell'art. 2351 c.c. ante-riforma ed è stato riproposto nel comma 4 dell'art. 2351 c.c. post-riforma FERRI G., Finanziamento dell'impresa e partecipazione sociale, in Riv. dir. comm., 2002, I, p. 126 ss

(tenuto dall'emittente medesima, secondo una disciplina che essa deve recare nel proprio statuto).

Storicamente il diritto delle società quotate e non (come vedremo nel dettaglio nel corso del presente lavoro) ha introdotto — sebbene in momenti temporalmente diversi e con logiche e funzioni non del tutto omogenee — due disposizioni che vanno a costituire, se unitamente considerate, un frammento di “statuto normativo” volto ad agevolare la presenza di investitori di medio-lungo termine. Il riferimento è naturalmente agli artt. 127-quater e quinquies T.U.F., dedicati rispettivamente alla “maggiorazione del dividendo” ed alla “maggiorazione del voto. Più in particolare, il legislatore non impone, ma consente all'autonomia statutaria di introdurre principi “personalistici” nella s.p.a. quotata, attraverso la possibile previsione della maggiorazione del dividendo e/o del voto ed al fine di incentivare, ove la società lo ritenga opportuno, l'investimento di medio-lungo periodo. In altri termini, nel nostro ordinamento la facoltà di perseguire questa politica viene rimessa all'emittente ed al suo statuto. Queste preliminari considerazioni dovrebbero dimostrare l'opportunità di esaminare congiuntamente le discipline della maggiorazione del voto e del dividendo. E si tratta — a ben vedere — di una novità, dal momento che, sino ad ora, si è registrata la tendenza a studiare separatamente le due figure, esaminando insieme alla maggiorazione del voto la nuova figura delle azioni a voto plurimo.

La stessa rilevanza del voto plurimo risulta circoscritta, appunto, al momento del voto, e cioè alla dimensione della deliberazione, e non si presta, invece, ad essere estesa a quella della costituzione dell'assemblea: si tratta adesso, restando pur sempre in una dimensione tipologica, di precisare in cosa consista, tecnicamente, il potenziamento del diritto di voto nel quale si esaurisce la peculiarità delle relative azioni, se cioè esso si risolva nel riconoscimento alla singola azione di una pluralità di voti, ovvero consista nell'assegnazione al voto, pur sempre unico, e singolo, spettante a ciascuna azione di un peso, cioè di un valore,



plurimo (per quanto ai soli fini del raggiungimento della maggioranza dei voti) rispetto agli altri voti (ai voti cioè spettanti alle azioni a voto non plurimo)<sup>17</sup>.

Occorre poi dire che a venire in considerazione, si noti, non è solo il contenuto di tale disciplina, ispirata all'esigenza che i diritti dei comproprietari, a partire da quello di voto, siano esercitati da un rappresentante comune, e cioè da un unico soggetto, ma anche, e soprattutto, la circostanza che, nel silenzio della legge, essa deve ritenersi applicabile anche nel caso di comproprietà avente ad oggetto un'azione a voto plurimo: a conferma del fatto che, pure in questa ipotesi, si è in presenza comunque di un solo voto, che, proprio per ciò, richiede di essere esercitato unitariamente, da parte cioè di un soggetto unico, che si tratta allora di nominare.

Alle azioni a voto plurimo spetta pur sempre un solo diritto di voto, per quanto dotato di peso plurimo: il che consente, da un lato, di osservare che, anche qualora si riferissero i quorum fondati sul capitale sociale al numero dei voti, come sostenuto dalla dottrina dominante, e non a quello delle azioni, l'unicità del voto (per quanto a peso plurimo) riconosciuto alle azioni in esame varrebbe, a rigore, ad assegnare a ciascuna in esse una rilevanza pur sempre unitaria e, dall'altro, di distinguere, nell'ambito della prerogativa in esame, tra il piano del fatto, che resta unico, e quello, invece plurimo, del valore giuridico al primo ricollegato: una duplicità di dimensioni, questa, che permette, a sua volta, di dar

---

<sup>17</sup> Tale interrogativo, se da un lato deriva dall'art. 2351, 4° comma, cod. civ., che discorre di «diritto di voto plurimo» (al singolare), e, contestualmente, di pluralità di «voti» (al plurale), dall'altro si presta ad assumere una immediata, per quanto circoscritta, valenza operativa, dal momento che, nel caso in cui si fosse effettivamente in presenza di un voto unico, o singolo (più che di un voto solo), seppure dotato di un peso multiplo, il relativo potere, e proprio in quanto unitario, non potrebbe che essere esercitato in termini parimenti unitari, e dunque non soltanto da un unico soggetto e nella medesima occasione, ma in senso univoco, rendendo con ciò inammissibile, logicamente prima ancora che giuridicamente, la stessa eventualità di *voti* tra loro *divergenti*: ed è proprio questa la soluzione che appare preferibile, in quanto (maggiormente, o, meglio) l'unica effettivamente coerente da un lato alla lettera dell'art. 2351, 1° comma, cod. civ., il quale dispone che «ogni azione attribuisce *il* diritto di voto», e non «un» diritto di voto, e, dall'altro, e più in generale, alla *indivisibilità* che caratterizza l'azione in quanto unità minima di partecipazione, che si ricava da una serie di regole, a partire da quella, ai nostri fini particolarmente significativa, dettata dall'art. 2347 cod. civ., intitolato appunto all'«Indivisibilità delle azioni», per l'ipotesi di *comproprietà* di un'azione.

conto delle oscillazioni terminologiche che, come già ricordato, caratterizzano il testo dell'art. 2351, 4° comma, cod. civ.<sup>18</sup>.

Anche, e forse soprattutto, sotto questo profilo, deve notarsi, la tecnica del voto plurimo si distingue, ancora una volta in una dimensione tipologica, da quella della maggiorazione del voto, che, secondo quanto espressamente risulta dall'art. 127-quinquies, 5° comma, T.U.F., rappresenta un «beneficio» relativo non già alle azioni, che infatti non costituiscono una categoria, come invece è a dirsi di quelle a voto plurimo (e v. l'art. 127-sexies, 4° comma, T.U.F.), ma all'azionista, al quale viene in particolare riconosciuto, in presenza di determinate condizioni, il potere di esprimere un numero di voti maggiore rispetto a quello spettante al complesso di azioni di cui risulta titolare, maggiore cioè del loro numero: una prerogativa, questa, che, proprio in quanto non collegata all'azione, ben si presta ad essere ricostruita in termini di pluralità di voti, che allora potrebbero, almeno in linea di principio, essere esercitati anche in senso tra loro divergente<sup>19</sup>.

---

<sup>18</sup> FERRI G., Azioni a voto plurimo e voto maggiorato: profili tipologici, *Rivista del Notariato*, fasc.4, 2015, pag. 761

<sup>19</sup> *Rivista del Notariato*, fasc.4, 2015, pag. 761

### **1.3. Le azioni a voto plurimo come categoria speciale di azioni**

A seguito della riforma del 2003, la prassi operativa ha pienamente sfruttato la possibilità, messa a disposizione dal legislatore, di disattivare il nesso tra rischio dell'investimento e potere di voto e, quindi, tra proprietà e controllo, in tutte quelle ipotesi in cui la fattispecie del caso concreto richiedesse di realizzare un assetto di interessi diverso da quello che sarebbe risultato per effetto di una rigida applicazione del principio un'azione, un voto<sup>20</sup>. Con particolare riferimento alle società “chiuse”, le deviazioni dal principio “un'azione, un voto” risultano particolarmente diffuse. Si segnala, infatti, l'ampio ricorso, da parte degli emittenti non quotati, a quasi tutti gli strumenti consentiti in tal senso dalla legge quali, in particolare, la creazione di categorie di azioni diverse dalle azioni ordinarie perché dotate (ai sensi dell'art. 2348, comma 2, c.c.) di diritti amministrativi e/o patrimoniali liberamente determinabili dall'autonomia statutaria, e ciò anche con riguardo all'incidenza di dette azioni nella partecipazione alle perdite. In tale prospettiva, deve segnalarsi la diffusione di azioni con diritto di voto limitato a una misura massima riferita alla quantità delle azioni possedute da uno stesso soggetto (art. 2351, comma 3, c.c.), e cioè caratterizzate dal fatto di esprimere ognuna un voto fino al raggiungimento di una data soglia, oltre la quale esse perdono la capacità di attribuire il voto al loro titolare. Di particolare interesse, risulta anche il ricorso, da parte delle società chiuse, ad azioni con diritto di voto scaglionato (art. 2351, comma 3, c.c.), connotate dall'introduzione, nello statuto della società emittente, di una regola di incremento del diritto di voto, che esse attribuiscono, programmata in misura meno che proporzionale rispetto alla quantità delle azioni possedute da uno stesso soggetto, rispetto al numero di azioni di titolarità di ogni singolo socio (ad esempio: 10 azioni, 10 voti; 20 azioni, 18 voti; 30 azioni, 24 voti; ecc.). La prassi

---

<sup>20</sup> ABRIANI N., Azioni a voto plurimo e maggioranza del voto: prime considerazioni, in Società e Contratti. Bilancio e Revisione, 2014

di maggior rilievo sembra, forse, rappresentata dall'emissione di azioni con diritto di voto limitato a “particolari argomenti” o subordinato al verificarsi di determinate “condizioni non meramente potestative” (art. 2351, comma 2, c.c.): in quest'ultimo caso, il voto non è più ancorato all'azione in sé, ma è correlato a una fattispecie più complessa, rispetto alla quale la qualità di socio è solo uno degli elementi costitutivi, essendo altresì necessario (per potersi esplicitare il voto inerente a tali azioni) il realizzarsi dell'evento dedotto in condizione. Le azioni a voto condizionato, di regola, tendono a rendere più omogenea la compagine sociale e a favorire la formazione di un indirizzo imprenditoriale unitario tra i soci; esse cioè assolvono una funzione in parte analoga alle clausole statutarie (quali le clausole di gradimento non mero) che limitano la circolazione delle azioni in correlazione a requisiti soggettivi o oggettivi predeterminati nello statuto, i quali sono soprattutto finalizzati a riservare la partecipazione all'attività sociale ai soli soggetti allineati rispetto a determinati predefiniti standard. Ancora, particolarmente innovativa (anche se caratterizzata, per il vero, da un ricorso assai infrequente) risulta anche l'emissione di azioni correlate ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore (art. 2350 c.c.), mutate dall'esperienza statunitense delle tracking stocks o targeted stocks<sup>21</sup>; esse sono fornite, appunto, di diritti “correlati” ai risultati dell'attività sociale svolta in un determinato settore e che devono emergere da apposita rendicontazione; benché siano considerate come azioni ordinarie, esse si prestano ad una graduazione del diritto di voto, nel senso che la società, nell'esercizio dell'autonomia statutaria, può privare anch'esse di tale diritto oppure può dotarle di voto limitato a particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni<sup>22</sup>. Da ultimo, non può non menzionarsi l'emissione di strumenti finanziari diversi dalle

---

<sup>21</sup> L'esperienza statunitense di tale categoria azionaria si connota anche per la possibilità di attribuire un diritto di voto multiplo nonché un diritto di liquidazione, al verificarsi di determinati presupposti, quali il mancato pagamento dei dividendi o la diminuzione della capitalizzazione dell'emittente, ovvero al verificarsi di situazioni il cui accertamento è rimesso alla discrezionalità dell'organo competente.

<sup>22</sup> BRUNO F., ROZZI A, Dall'azione di risparmio all'azione sviluppo: il primo strumento finanziario ibrido qualificato, in *Le Società*, 2008, p. 832-843.

azioni, che possono essere dotati di diritti patrimoniali o partecipativi e pure della possibilità di nomina di un amministratore indipendente, di un sindaco o di un membro del consiglio di sorveglianza (artt. 2346, 2349 e 2351 c.c.)<sup>23</sup>.

In aggiunta alle deviazioni “lecite” dal principio “un'azione, un voto”, in quanto espressamente consentite dal legislatore della riforma, la prassi operativa aveva finito con l'elaborare anche un ricco armamentario di clausole statutarie potenzialmente elusive del divieto di azioni a voto plurimo, in quanto idonee ad attribuire, in una qualche misura, un pluspotere a una categoria di azioni (che rappresentava una percentuale inferiore alla metà del capitale sociale) rispetto ad altre categorie di azioni. In particolare, la dottrina aveva avuto modo di occuparsi della presunta illegittimità di categorie azionarie dotate del diritto di veto o del diritto di voto c.d. determinante<sup>24</sup>, di clausole statutarie che attribuiscono la nomina della maggioranza dei componenti degli organi sociali ad una determinata categoria azionaria che non rappresenta la maggioranza del capitale sociale, di categorie azionarie, una delle quali a voto pieno e le altre con voto assoggettato ad un tetto o ad uno scaglionamento particolarmente basso e di clausole statutarie con scaglionamento crescente (anziché decrescente) del voto. Parallelamente, l'art. 2351 c.c. dispone in merito alla società chiusa che emetta azioni a voto plurimo. Come detto, la modifica dell'art. 2351 c.c. e l'abolizione del divieto di emettere tali azioni completano l'ampliamento dell'autonomia statutaria, che post riforma vede ampia possibilità di definire categorie di azioni senza voto, a prescindere dal privilegio, e di allocare l'attribuzione di azioni, e quindi il potere di controllare l'assemblea purché le azioni con voto pieno siano almeno la metà del capitale. Si conserva il principio

---

<sup>23</sup> SAGLIOCCA M, Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo delle società per azioni, in Riv. dir. soc., 2013, II, p. 326 ss

<sup>24</sup> Si pensi all'ipotesi di una categoria di azioni che attribuisca ai suoi titolari il diritto di subordinare, al voto favorevole di tutte o di una parte delle azioni appartenenti a tale categoria, l'approvazione di una o più deliberazioni assembleari il cui oggetto sia stato ex ante determinato nello statuto. In questo modo, i titolari di tale categoria di azioni potrebbero influenzare le dinamiche della società pur essendo soltanto soci di minoranza. Sul punto, cfr. CAMPOBASSO G.F, Diritto commerciale. 2. Diritto delle società, VI ed. a cura di M. Campobasso, Torino, 2006, p. 215, nt. 22

tipologico della “azione/partecipazione” e quindi della modificazione dell'azione per modificare la posizione del socio.

Con riferimento alle società che emettono azioni a voto plurimo, si pongono alcune questioni sulla combinazione del voto plurimo con altre condizioni<sup>25</sup>.

È in primo luogo da sottolineare che le azioni a voto plurimo sono una variazione del diritto di voto combinabile con le altre variazioni che sono state formate dalla prassi (condizione sospensiva in caso di distribuzione di utile; ovvero possesso per un arco temporale minimo). Il nuovo 2351 c.c. è appunto nel senso che il voto plurimo è l'opposto della negazione del diritto di voto con diritto di voto limitato a particolari argomenti con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative.

Dalla combinazione delle due norme sul voto plurimo e sulle azioni senza diritto di voto si ricavano gli elementi della leva azionaria (endosocietaria). In caso di emissioni senza voto, o voto condizionato o sospeso, la maggioranza di azioni con voto minima rispetto al totale del capitale è pari al 25%+1 azione, cioè per avere il controllo di quella società ci vogliono 25 azioni più una, in caso il capitale sia costituito da 100 azioni. In caso di emissione di azioni a voto plurimo di quella stessa società, fino a 3, ciò vuol dire che per controllare il 50% dotato di voto è sufficiente avere 13 azioni per avere il controllo di diritto dell'assemblea (le 13 azioni danno 39 voti a fronte di altre 37 disponibili per la maggioranza rispetto a 50 azioni più 1 azione)<sup>26</sup>.

Dalla collocazione del voto plurimo nell'ambito delle variazioni del voto ex art. 2351 c.c., si è desunto che siano legittime certe clausole c.d. fidelizzanti, ad es. la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata che riconosca ad una categoria di azioni il diritto di voto plurimo, subordinandolo alla condizione che i titolari di tali azioni abbiano conservato continuativamente il possesso delle

---

<sup>25</sup> ABRIANI N., Azioni a voto plurimo e maggioranza del voto: prime considerazioni, in Società e Contratti. Bilancio e Revisione, 2014, p. 369 e ss.

<sup>26</sup> FERRARINI, G., One Share – One Vote: A European Rule?, ECGI Law Working Paper n. 58, 2006, p. 96 e ss.

stesse per un arco temporale minimo, la cui durata è liberamente determinabile dallo statuto<sup>27</sup>.

Passando, invece, agli emittenti quotati, il ricorso, da parte di tali società, a categorie di azioni estranee alla regola “un'azione, un voto” è risultato alquanto circoscritto. Infatti, da un lato, il divieto di azioni “a voto plurimo” ha impedito l'emissione di azioni dotate di più di un voto, con la conseguenza che, per il rafforzamento del controllo, si è fatto ricorso a strumenti più opachi, come le strutture di gruppo piramidali; mentre, d'altro lato, le azioni prive del diritto di voto o con diritto di voto limitato — e cioè le azioni privilegiate e le azioni di risparmio — sono venute ad assumere un ruolo assai marginale. L'interesse verso queste categorie di azioni, infatti, si è progressivamente ridotto nel corso del tempo, mentre non è mai emerso un particolare fervore per l'utilizzo (reso possibile dalla riforma del 2003) di strumenti alternativi come le “azioni correlate” e le cosiddette azioni sviluppo. In realtà, le azioni senza voto erano abbastanza diffuse, tra gli emittenti quotati, agli inizi degli anni '90, ma, nel tempo, il favor manifestato dalle imprese nei confronti di questo strumento è andato scemando: la riduzione del numero di società quotate emittenti azioni prive del diritto di voto è stata dovuta anche a operazioni di fusione e delisting, ma, soprattutto, è dipesa da operazioni di conversione delle azioni senza voto in azioni ordinarie<sup>28</sup>. E ciò in quanto, in concomitanza con l'entrata dell'Italia nell'unione monetaria europea e la conseguente riduzione dei tassi di interesse nel mercato finanziario, il costo dell'emissione di azioni di risparmio, legato al privilegio nel dividendo, si è rivelato, per gli emittenti, notevolmente più alto del costo dell'emissione di strumenti di debito. Inoltre, anche l'entrata in vigore del d.lgs. n. 58/1998 e della riforma del diritto societario del 2003 hanno indirettamente sospinto le società emittenti a effettuare operazioni di

---

<sup>27</sup> LAMANDINI M., “Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto”, XXVIII Convegno di studio, Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati, Courmayeur, 2014

<sup>28</sup> CANTAGALLI A, *Avvocati, banche e imprese 1890-1940*, Bologna, 2010, 169 ss.

conversione delle azioni di risparmio in circolazione in azioni ordinarie: da un lato, la fissazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto totalitaria, al superamento della quota del trenta per cento del capitale con diritto di voto, e, dall'altro, l'innalzamento del quorum, per le delibere delle assemblee straordinarie, dalla maggioranza ai due terzi del capitale sociale presente in assemblea, hanno infatti ridotto i rischi derivanti dalla conversione di azioni di risparmio e connessi alla diluizione della quota dell'azionista di controllo, il quale, perciò, nel caso concreto, non ha di certo ostacolato le operazioni di conversione e, anzi, le ha sollecitate. Inoltre, è evidente che le conversioni sono state realizzate anche per assecondare le preferenze degli investitori istituzionali verso strutture di voto strettamente proporzionali<sup>29</sup>.

Del resto anche nelle società quotate tali azioni presentano delle caratteristiche di specialità. La possibilità per gli statuti di prevedere una “maggiorazione del voto” (art. 127-quinquies TUF.) è stata disposta dal d.l. 24 giugno 2014, n. 91 (come abbiamo detto convertito con modificazioni dalla l. 11 agosto 2014, n. 116). Attraverso questa disciplina si consente il superamento “verso l'alto” del principio “un'azione - un voto” (c.d. one share, one vote), superamento in precedenza vietato in modo inderogabile dall'abrogato comma 4° dell'art. 2351 c.c.<sup>30</sup>. Più in particolare, « gli statuti possono disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino ad un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 2°. In tal caso, gli statuti possono altresì prevedere che colui al quale spetta il diritto di voto possa irrevocabilmente rinunciare, in tutto o in parte, al voto maggiorato (art. 127-quinquies, comma 1°, TUF)<sup>31</sup>.

---

<sup>29</sup> ZINGALES L., "Il voto plurimo favorisce “le piramidi””, in *Il Sole 24 ORE*, 2014.

<sup>30</sup> SPOLIDORO M. S., “Il voto plurimo: i sistemi europei”, XXVIII Convegno di studio, Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati, Courmayeur, 2014

<sup>31</sup> GINEVRA, La disciplina degli emittenti, in *Diritto commerciale*, II, a cura di Cian, 2014, 913



In questa prospettiva è opportuno rilevare che la possibilità per gli emittenti quotati di introdurre statutariamente una “maggiorazione del voto” è finalizzata — da un lato e come già ricordato — ad incentivare la “stabilità” (nel senso, anche temporale, sopra precisato) dell'azionariato (sia di controllo, che di minoranza), senza che il legislatore abbia voluto introdurre (anche) meccanismi di “spinta” verso un maggiore attivismo delle minoranze (e specialmente degli investitori istituzionali); dall'altro, è stata prevista un'ulteriore deroga al rapporto tra “potere e rischio”, al fine di garantire un consolidamento degli assetti di controllo dell'impresa.

Ed anche in questo caso (come per la maggiorazione del dividendo), tali finalità sono state tecnicamente perseguite attraverso l'introduzione di elementi “personalistici” (nel significato già precisato: v. supra, n. 2) nella struttura organizzativa della s.p.a. quotata.

Come è stato correttamente osservato, nelle ipotesi di maggiorazione del voto il rafforzamento del potere di voto costituisce una prerogativa individuale dell'azionista, riconosciuta in funzione del fatto che egli sia in grado di soddisfare un preciso requisito (appunto la conservazione dell'investimento per una determinata durata); prerogativa che allora è destinata ad essere, almeno parzialmente, condizionata dalle vicende che concernono la partecipazione, e tendenzialmente a cessare con il mutamento del soggetto che ne è titolare<sup>32</sup>.

In altri termini, anche la maggiorazione del diritto di voto non rappresenta una caratteristica dell'azione e dunque non appartiene al “fascio” di diritti in essa incorporati (art. 127-quinquies, comma 5°, T.U.F.: «le azioni cui si applica il beneficio previsto dal comma 1 non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile»)<sup>33</sup>. Sotto questo profilo è evidente la profonda diversità con la figura — anch'essa introdotta dal medesimo intervento legislativo del 2014 — delle azioni a voto plurimo, le quali

---

<sup>32</sup> ALVARO-CIAVARELLA-D'ERAMO-LINCIANO, La deviazione dal principio “un'azione-un voto” e le azioni a voto multiplo, Quaderni giuridici Consob, 2014, 27 ss

<sup>33</sup> CANTAGALLI A, Avvocati, banche e imprese 1890-1940, Bologna, 2010, 169 ss.

rappresentano, invece, una “categoria speciale”. Conseguentemente, la maggiorazione del diritto di voto, diversamente dall'attribuzione del voto plurimo, non dovrebbe incidere sul valore delle azioni, estinguendosi in caso di cessione diretta o indiretta <sup>34</sup>.

---

<sup>34</sup> GINEVRA, La disciplina degli emittenti, in Diritto commerciale, II, a cura di Cian, 2014, 913

## CAPITOLO SECONDO

### **Le azioni a voto plurimo nelle società per azioni non quotate**

#### **2.1. La disciplina delle azioni a voto plurimo e voto quantitativamente limitato nelle società per azioni non quotate**

Il divieto di emissione di azioni a voto plurimo — consacrato nell'art. 2351, comma 4°, c.c. e non toccato dalla riforma della disciplina delle società di capitali introdotta con il d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 — ha un'origine risalente nel tempo. Fu, infatti, in seno alla sottocommissione nominata con r.d. 3 giugno 1924 con il compito di predisporre il testo di un nuovo codice di commercio e presieduta dal d'Amelio che si sviluppò un vivace dibattito che, nell'ambito del più generale tema relativo alla possibilità di emettere categorie speciali di azioni fornite di diritti diversi, si incentrò soprattutto sulle azioni a voto plurimo che già avevano trovato applicazione nel nostro paese e sulla validità delle quali lo stato della legislazione dell'epoca non forniva lumi .

La proposta allora avanzata dal Vivante<sup>35</sup>, volta a riconoscere la legittimità delle azioni a voto plurimo a condizione che il numero complessivo dei voti ad esse spettanti fosse inferiore al numero dei voti attribuiti alle altre azioni, non trovò accoglimento, paventando la maggioranza dei componenti della sottocommissione il pericolo che il voto plurimo “non faciliti troppo l'infedramento delle società anonime a ristretti gruppi finanziari i quali, sicuri della loro stabilità, potrebbero finire per curare più gli interessi propri che quelli della maggioranza degli azionisti” e che “invece di essere l'arma di difesa dei benemeriti creatori dell'industria, possa diventare l'istrumento con cui audaci gruppi finanziari possano consolidare una posizione di fortuna conquistata con un abile colpo di borsa”. Sembrò allora alla sottocommissione che una soluzione

---

<sup>35</sup> VIVANTE C, Le azioni a voto plurimo nelle società anonime, in Riv. banc., 1925, 548, nt. 1,258

più moderata fosse quella di riconoscere alle società la possibilità di emettere una parte delle azioni con voto limitato, istituto anch'esso idoneo a tutelare la società contro “il pericolo di insidiosi turbamenti delle maggioranze” e ispirato a finalità analoghe a quelle perseguite con le azioni a voto plurimo dal momento che tolto a queste azioni il diritto di voto, le azioni ordinarie possono automaticamente compiere quella stessa funzione di azioni di comando, che nell'altro sistema si vorrebbe compiuta dalle azioni a voto plurimo<sup>36</sup>.

La ricostruzione, sia pure in sintesi, delle diverse soluzioni caldegiate dai componenti della sottocommissione e della scelta che ne scaturì non esaurisce il suo significato sul mero piano di una ricerca di storia del diritto societario, ma conserva tutt'oggi vivo interesse perché per la prima volta richiamò l'attenzione degli interpreti su un tema — quello della interrelazione tra partecipazione e voto e dell'interdipendenza tra maggiorazione del voto e sua limitazione o totale compressione — che le successive vicende della nostra legislazione societaria hanno reso sempre più attuale e che è venuto assumendo connotati via via diversi. Si può dire che storicamente l'emissione di azioni senza voto e il tentativo di vietare quelle a voto plurimo può apparire opzione contraddittoria e, comunque, fonte di motivate perplessità. Privare del voto, invero, una determinata categoria di azioni incrementa il *quantum* dei voti e dei correlati poteri gestori che spettano alle altre, venendosi così a dar vita ad una situazione che, almeno sul piano sostanziale, ben poco differisce dalla contemporanea emissione di azioni attributive di un solo voto e di azioni a voto multiplo. Il sospetto che il mantenimento del divieto delle azioni a voto multiplo costituisca una mera scoria del passato diviene più forte ove si consideri che il medesimo risultato si può conseguire, oltre che attraverso l'emissione di azioni senza voto, anche per altra via e senza attingere all'istituto delle categorie speciali di azioni. In tal senso l'attuale assetto normativo è definibile come un ritorno alle origini. Nei fatti, nel sistema del Codice di Commercio del 1882 era vietata ogni forma

---

<sup>36</sup> CANTAGALLI A, *Avvocati, banche e imprese 1890-1940*, Bologna, 2010, 169 ss.

di limitazione o esclusione del diritto di voto. Era poi ammessa l'emissione di azioni a voto plurimo ed un meccanismo legale di di computo del voto riconducibile al c.d. voto scalare (art. 157 primo comma, seconda parte) Le forme di limitazione / ampliamento del diritto di voto sono tradizionalmente oggetto di riforma (Codice del 1942 e Riforma del Diritto societario 2003). Del resto se è vero che l'introduzione delle azioni senza voto sembra aver reso pleonastico il divieto del voto multiplo, sterilizzandone quanto meno sul piano applicativo il valore precettivo, nondimeno la sua perdurante presenza nel testo riformato dall'art. 2351 pone all'interprete il compito di ricercare se a quel divieto possa nondimeno attribuirsi un significato e una valenza sua propria<sup>37</sup>.

Posto il tema in questi termini, non può anzitutto disconoscersi che il divieto delle azioni a voto plurimo interagisce con quel principio che riconosce all'autonomia statutaria piena libertà nel determinare il contenuto delle varie categorie di azioni. In un sistema, per vero, che rimette all'autonomia statutaria la facoltà di “liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie” (art. 2348, comma 2°, c.c.) e che altra limitazione non poneva e non pone se non quella insita nel generale divieto del patto leonino<sup>38</sup>, non può negarsi che il ribadito divieto di emissione di azioni a voto multiplo costituisce una ulteriore e ben più specifica e incisiva compressione dell'ampio spazio accordato ai regolamenti statutari. Nel quadro che emerge dalla riforma, il diritto di voto può bensì essere limitato, subordinato al verificarsi di particolari condizioni e sinanco totalmente soppresso, ma non può mai essere incrementato: la regola «un'azione — un voto» può in vari modi essere derogata *in minus*, ma non consente alterazioni *in maius*.

---

<sup>37</sup> CANTAGALLI A, *Avvocati, banche e imprese 1890-1940*, Bologna, 2010, 169 ss.

<sup>38</sup> Che il divieto del patto leonino sia espressione di una regola generale che si applica ad ogni tipo di società è dato incontrovertito (cfr., in luogo di molti, ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, Milano, Giuffrè, 1994, 69 ss.). Per quanto concerne il patto leonino quale limite ai privilegi patrimoniali che possono essere riconosciuti ad una categoria speciale di azioni v. GROSSO, *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, Milano, Giuffrè, 1999, 64 s., e, da ultimo, FORMICA, *ne Il nuovo diritto delle società a cura di MAFFEI ALBERTI A.*, I, Padova, Cedam, 2005, 175.

Sotto altro profilo non sembra potersi dubitare che la permanenza del divieto *de quo* — pur in un mutato contesto sistematico e nonostante siano tutt'altro che sopite le voci che ne vorrebbero l'abrogazione — può tuttora assolvere una funzione utile, quanto meno per impedire *in radice* quegli inconvenienti e quelle difficoltà pratiche cui l'ammissione del voto plurimo potrebbe dar luogo<sup>39</sup>.

Si pensi, ad esempio, alle possibili difficoltà nel conteggiare i *quorum* costitutivi e deliberativi richiesti per la validità delle delibere assembleari o, comunque, all'impatto negativo sulla speditezza dei lavori dell'assemblea che si possono verificare ogniqualvolta siano state emesse più categorie di azioni a voto plurimo, ciascuna delle quali dotata di un numero diverso di voti<sup>40</sup>. Più in generale, non può negarsi che l'ordinato e celere svolgimento dei lavori assembleari può trovare ostacolo nella compresenza di azioni ordinarie e azioni a voto multiplo, mentre ciò non è nell'ipotesi in cui con le prime coesistano azioni senza voto (assai semplice essendo la comparazione tra 1 e 0, mentre non capita altrettanto quando al voto singolo può corrispondere un numero di voti variabile, ed eventualmente diversificato in più categorie, da 2 a *n*).

Ad ulteriori problemi potrebbe dar luogo l'emissione di azioni a voto plurimo in una società il cui statuto prevede il voto scalare. In tale ipotesi, per vero, potrebbe porsi l'interrogativo se, laddove uno stesso soggetto possieda azioni ordinarie e azioni a voto multiplo, lo scaglionamento e, perciò, il numero massimo di voti esprimibili debba essere computato sulla base del numero complessivo delle azioni possedute o non piuttosto con riferimento ad ogni singola categoria.

Al di là dei rilievi che precedono, rimane comunque quale dato storicamente costante il fatto che il divieto di emissione di azioni a voto multiplo risponde pur

---

<sup>39</sup> BATTILOSSI S., Did Governance Fall Universal Banks? Moral Hazard, Risk Taking and Banking Crises in Interwar Italy, in 62 Economic History Rev., 101 ss. (2009).

<sup>40</sup> L'emissione di azioni a voto multiplo — come, per vero, di qualsivoglia altra categoria di azioni speciali — può essere fattore che incide negativamente sulla celerità dell'attività deliberativa anche per la necessaria approvazione ad opera dell'assemblea speciale delle delibere dell'assemblea generale che arrechino pregiudizio alla categoria interessata (art. 2376 c.c.). Approvazione che si rende necessaria anche allorché, emessa una serie di azioni a voto multiplo, ne venga successivamente emessa un'altra costituita da azioni attributive di un numero maggiore di voti e che, quindi, comprime il peso deliberativo delle azioni di precedente emissione.

sempre all'intento di evitare la concentrazione del potere in un'aliquota del capitale sociale ritenuta eccessivamente modesta e tale da oltrepassare quei limiti entro i quali, almeno nell'ottica del legislatore, può ancora parlarsi di correlazione tra potere e rischio.

Non può omettersi di constatare, nondimeno, che quel pericolo di “infeudamento” delle s.p.a., che aveva determinato l'orientamento negativo della sottocommissione d'Amelio nei confronti del voto multiplo, si pone oggi in termini accentuati a causa dell'effetto moltiplicatore cagionato dal diritto di cittadinanza accordato alle azioni senza voto.

In una società, per vero, il cui capitale sia costituito esclusivamente da azioni ordinarie<sup>41</sup> — come era prima che il codice del 1942 consentisse l'emissione di azioni limitate nel voto e come è tuttora nella stragrande maggioranza delle società operanti nel nostro paese — per avere il controllo della società e il potere di affidarne la gestione a persone di fiducia occorre detenere la metà delle azioni più una: percentuale, tuttavia, che si riduce ad un quarto più un'azione allorquando siano state emesse, accanto alle ordinarie, azioni totalmente o parzialmente mutilate nel voto nella consentita misura massima della metà del capitale. Con l'attuale riforma intervenuta, ricordiamo, attraverso il D.L. 24 giugno 2014 (c.d. “decreto competitività”). Il profilo peculiare e caratterizzante delle azioni a voto plurimo è dato dal significativo innalzamento del coefficiente di voto. Con la riforma si arriva ad un coefficiente 1:(+di 1), sino ad un massimo di 3voti esprimibili da ciascuna azione. Occorre quindi dire che l'elevazione del coefficiente di voto esprimibile è l'unico tratto peculiare di queste azioni. E' una

---

<sup>41</sup> Il termine azioni “ordinarie” viene utilizzato nel testo in senso traslato per indicare quelle partecipazioni azionarie che presentano contenuti corrispondenti a quelli tipizzati dal legislatore e, perciò, attributive del voto (così Angelici, (nt. 11), 67; non diversamente Sciuto e Spada, (nt. 7), 39, laddove avvertono che “ordinario sta per tipologicamente indefettibile: nel senso che non si dà società per azioni senza partecipazioni d'un prefigurato contenuto, nel mentre contenuti alternativi sono meramente eventuali”. In senso critico v., tuttavia, PISAN IMASSAMORMILE, Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi, in Riv. soc., 2003, 1292, nonché Notari, nel Commentario alla riforma delle società, cit., sub art. 2348, 159 ss., ed anche Le categorie speciali di azioni, ne Il nuovo diritto delle società ecc., cit., I, 598 ss., contestando entrambi la necessaria esistenza di una categoria di azioni che possano qualificarsi come “ordinarie”).

sorta di completamento per simmetria del sistema. Le azioni a voto plurimo sono speculari e contrarie nella struttura rispetto alle azioni a voto quantitativamente limitato. Le azioni a voto plurimo non prevedono però la limitazione quantitativa alla metà del capitale sociale. Esistono diverse varianti di azioni maggiorate: voto plurimo riservato e cioè solo per specifici argomenti: 1) voto plurimo per le assemblee convocate per l'elezione delle cariche sociali (organo amministrativo e di controllo); 2) voto plurimo per le assemblee di modifica dello statuto; 3) tecnica «de residuo» (voto plurimo per tutte le deliberazioni, eccezion fatta per quelle da cui deriva il recesso per il socio dissenziente). Esistono poi quelle a voto plurimo con coefficiente variabile. Ad esempio, voto doppio per le assemblee ordinarie e voto triplo per le assemblee straordinarie (nb: è ammesso il voto con coefficiente non intero). Esiste anche un voto plurimo condizionato che si articola in distinte sotto varianti. Il voto plurimo subordinato al verificarsi di condizioni oggettive legate all'attività della società od a elementi esterni alla società. Il voto plurimo può essere subordinato al verificarsi di condotte o condizioni soggettive dello stesso azionista con un voto attribuito a chi conserva le azioni per un biennio ovvero le caratteristiche personali del socio. La condizione che innalza il coefficiente di voto può essere sospensiva con la maggiorazione del coefficiente sospesa sino al verificarsi della condizione in se, e poi anche risolutiva con la maggiorazione del coefficiente che opera sino a quando non si verifica un determinato evento che è posto come condizione. Lo statuto deve descrivere l'evento e individuare i modi con cui il Presidente dell'assemblea proceda, in fase di accertamento della legittimazione al voto, all'accertamento del verificarsi dell'evento dedotto in condizione. Il legislatore del 2014 ha praticamente tipizzato la categoria delle azioni a voto maggiorato definendole come speciali. Si tratta di una categoria tipizzata dal Legislatore del 2014 che si affianca a categorie speciali "storiche" (come le azioni di risparmio) ovvero categorie speciali introdotte dalla Riforma del 2003, quali le azioni correlate o le azioni riscattabili



## 2.2. Pegno, usufrutto e sequestro di azioni a voto plurimo

La costituzione di pegno, usufrutto e sequestro su azioni comporta, in base alle regole generali, l'attribuzione del voto in capo al titolare del diritto, seppure con alcune possibilità di deroga. In particolare, l'art. 2352 configura l'attribuzione del diritto di voto al creditore pignoratizio ed all'usufruttuario come semplice effetto naturale della costituzione del diritto reale sul titolo partecipativo, facendo espressamente salva la "convenzione contraria". L'usufruttuario e il creditore garantito da pegno potranno perciò accordarsi diversamente, pattuendo la permanenza del diritto di voto in capo al socio per tutte ovvero soltanto per determinate sessioni assembleari. Questa la disciplina nel caso di azioni "normali". Come affermato precedentemente i recenti provvedimenti di riforma hanno materialmente costituito una categoria speciale di azioni che quindi non rientrano in quanto appena accennato<sup>42</sup>. Queste "mantengono la maggiorazione del diritto anche nel caso di cessione di quote a titolo oneroso o gratuito, ovvero nell'ipotesi di costituzione di diritti di pegno, usufrutto o sequestro: la soluzione deriva, de plano, dalla circostanza per la quale il diritto di voto "rafforzato" è attribuito all'azione in quanto tale, e dunque ne costituisce un elemento, per così dire "strutturale", tale appunto da giustificare il riconoscimento, a favore di queste azioni, della natura di categoria speciale"<sup>43</sup>. Per le società quotate occorre ricordare che queste azioni, in ipotesi di cessione a terzi, perdono la maggiorazione essendo questa stessa subordinata alla detenzione delle azioni stesse da parte del titolare per un periodo determinato previsto dallo statuto e comunque non sotto i 24 mesi. Nelle ipotesi di pegno sequestro e usufrutto le azioni non vengono cedute a terzi ma su queste nascono dei diritti specifici che vengono poi disciplinati dalla legge. Il voto maggiorato trasferisce quindi in capo al titolare del diritto. In senso contrario, si potrebbe tuttavia ritenere che la

---

<sup>42</sup> ANNUNZIATA F., GIOMBINI A., La disciplina del voto plurimo introdotta dal Decreto Competitività, Pegno Usufrutto e sequestro di azioni, Novembre 2014, p. 4 e ss.

<sup>43</sup> ANNUNZIATA F., GIOMBINI A., La disciplina del voto plurimo introdotta dal Decreto Competitività, Pegno Usufrutto e sequestro di azioni, Novembre 2014, p. 4 e ss.

disciplina maggiorazione del voto si caratterizza proprio per la sua attenzione al profilo della stabilità della permanenza del socio nella compagine azionaria (e all'esercizio del voto che ne deriva): il trasferimento del voto ad un terzo soggetto, diverso dal socio iscritto nell'elenco previsto dalla legge, potrebbe allora configurare un'ipotesi di cessazione del diritto di voto maggiorato, in quanto quest'ultimo verrebbe esercitato da un soggetto diverso dall'originario titolare dello stesso. Tra le due ipotesi, allo stato sembrerebbe preferibile la seconda, anche sulla base della circostanza per la quale le azioni a voto maggiorato non configurano, a differenza di quelle di cui all'art. 2351 c.c., una categoria speciale. La questione è tuttavia, allo stato, dubbia, ma si può ritenere che lo statuto della società possa regolare espressamente tali ipotesi, al fine di evitare dubbi applicativi della nuova disciplina.

### **2.3. La possibilità di combinare azioni a voto plurimo con azioni a voto limitato**

La previsione della recente riforma introdotta nel 2014 e cioè quella di combinare azioni a voto plurimo con azioni a voto quantitativamente limitato importa un ripensamento del concetto di controllo, rilevante ai sensi dell'art. 2359 c.c. Questo porta in modo diretto a porre dei limiti all'acquisto di partecipazioni azionarie incrociate, nuovi ambiti applicativi della disciplina della direzione e del coordinamento (artt.2497ess. e2497-sexiesc.c.). Si tratta quindi di una revisione della teoria tradizionale che limitava la creazione di categorie speciali di azioni dotate del potere di nomina delle cariche sociali (ante 21.08.2014, veniva ritenuta legittima solo una clausola che attribuisse ad una categoria speciale di azioni il diritto di nomina diretta di una componente minoritaria degli organi di amministrazione e controllo)<sup>44</sup>. Le azioni a voto

---

<sup>44</sup> LA MARCA, Azioni(sti) con voto maggiorato: primi spunti, in I Battelli del Reno, contributo pubblicato sul sito <http://www.ibattellidelreno.it> in data 26.11.2014

plurimo possono essere costituite nella fase statica ovvero durante la costituzione e si estrinseca in un momento negoziale, in cui la misura dell'emissione e di criteri di assegnazione delle azioni a voto plurimo passa attraverso il consenso negoziale di tutti i soci costituenti. Non si pone dal punto di vista logico alcun problema di rispetto del principio di parità di trattamento, perché il consenso negoziale unanime azzera il rischio. Nella fase dinamica le azioni a voto plurimo sono create ed emesse durante la vita della società. In questa ipotesi, oltre a limiti assoluti indicati in fase costitutiva, entrano in gioco altri limiti impliciti che derivano dal fatto che esistono già azionisti e categorie di azioni in circolazione (alle quali sono connesse aspettative espositive giuridiche già formatesi) e la previsione di cui all'art.212disp.att.c.c

Una importante riflessione deve essere fatta in merito ai quorum deliberativi. La scelta di ricollegare il *quorum* deliberativo al voto favorevole di (azioni rappresentative di) una quota minima del capitale esprime l'intenzione di commisurare — allora inderogabilmente — il potere di voto *anche* al valore nominale, e dunque all'ammontare dell'investimento, tanto più che, quanto in particolare all'assemblea straordinaria in prima convocazione, il *quorum* costitutivo, da calcolare come detto necessariamente sul capitale sociale, ed in ragione del valore nominale di ciascuna azione, non è espressamente indicato, ma si ricava da, ed anzi coincide con, quello deliberativo (art. 2368, 2° comma, cod. civ.): laddove appare allora coerente calcolare anche quest'ultimo, al pari del primo, sul capitale (votante), cioè sul numero delle azioni (escluse quelle prive del diritto di voto), e non dei voti.

Al riguardo appare opportuno avanzare un duplice ordine di considerazioni.

Per un verso, infatti, affermare, come qui si fa, che, anche ai fini dei *quorum* deliberativi fondati sul capitale sociale, ad assumere rilevanza continua ad essere il *numero delle azioni*, e non quello *dei voti*, se vale obiettivamente a ridurre la portata concreta del meccanismo del voto plurimo (in termini tuttavia che non sembrano eccessivi, come invece sostenuto in dottrina), non vale, tuttavia, a farla addirittura venire del tutto meno, come da taluno ventilato; si consideri che

siffatta soluzione finisce in vero per far discendere dall'emissione di azioni a voto plurimo una sorta di raddoppiamento della maggioranza necessaria alla approvazione delle relative deliberazioni, vale a dire per introdurre, come già da altri opportunamente osservato, un sistema basato su di una *doppia maggioranza* (per certi versi analoga a quella un tempo prevista in materia di concordato), in base alla quale l'adozione della deliberazione risulta subordinata al raggiungimento non soltanto del maggior *numero dei voti* espressi in assemblea, e cioè della maggioranza dei voti rappresentati dalle (sole) azioni in essa presenti, ma anche al voto favorevole di un *numero di azioni* non inferiori al *quorum* deliberativo richiesto: laddove il «potenziamento» che caratterizza le azioni a voto plurimo assume rilevanza solo rispetto alla prima maggioranza, quella cioè calcolata (necessariamente) sul *numero dei voti*, e segnatamente dei *voti rappresentati in assemblea*, e non anche rispetto alla seconda, fondata invece, come è a dirsi di tutti i *quorum* riferiti al capitale sociale, sul valore nominale, e dunque, come più volte ricordato, sul *numero delle azioni*.

Per altro verso, deve precisarsi che quanto si viene dicendo si presta ad essere circoscritto alle ipotesi in cui il *quorum* deliberativo risulta fondato sul capitale sociale, vale a dire sull'*intero* capitale sociale, e non anche sul capitale rappresentato in assemblea: un'espressione, questa, che la legge sembra utilizzare, in particolare in materia di assemblea straordinaria (artt. 2368, 2° comma, e 2369, 3° e 7° comma, cod. civ.), per indicare in realtà il numero di voti riconosciuti alle azioni in essa presenti, e che comunque, almeno con riguardo alle azioni a voto plurimo, appare ragionevole intendere in questa accezione, se non altro per non ridimensionarne drasticamente la rilevanza concreta, nel senso cioè di riconoscere a ciascuna di esse, nonostante il riferimento letterale al capitale, un peso appunto plurimo ai fini del raggiungimento del *quorum* in questione, analogamente, ma solo per quanto riguarda questo specifico aspetto. In questa prospettiva, allora, le azioni a voto plurimo appaiono in grado di incidere, *in positivo*, sull'adozione delle deliberazioni assembleari nelle sole ipotesi in cui la loro approvazione risulta condizionata unicamente al

raggiungimento della maggioranza dei voti presenti (ovvero, il che si è detto essere lo stesso, del capitale rappresentato) in assemblea, in presenza cioè di un sistema di maggioranza unica, mentre nelle ipotesi in cui si richiede a tal fine altresì il voto favorevole di azioni rappresentative di una percentuale minima di capitale, tali azioni, e proprio in forza del meccanismo della doppia maggioranza, appaiono di per sé in grado al più di impedire, *in negativo*, l'approvazione delle relative deliberazioni, finendo con ciò per svolgere unicamente una funzione di blocco.

## CAPITOLO TERZO

### *Azioni a voto plurimo nelle società quotate*

#### **3.1. Le disposizioni del Testo Unico della Finanza relative alle azioni a voto maggiorato nelle società quotate**

L'art. 127-*quinquies* T.U.F. lascia un ampio margine di manovra all'autonomia statutaria (anche) in merito ai “contenuti normativi” della maggiorazione del voto.

Come risulta espressamente dal comma 1° dell'articolo sopra indicato (ove si richiede l'appartenenza per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi), esiste la possibilità di condizionare l'attribuzione del voto maggiorato a un periodo più lungo rispetto a quello appena indicato<sup>45</sup>.

Oltre a questo, lo statuto può regolare i tempi e le modalità dell'attribuzione del voto maggiorato, nonché prevedere una maggiorazione del voto frazionaria, limitata a particolari argomenti o assemblee, di durata limitata, subordinata al verificarsi di particolari condizioni sospensive non meramente potestative.

Più specificamente, stante la previsione del comma 1° dell'art. 127-*quinquies*, secondo cui la maggiorazione può attribuire « fino a un massimo di due voti », è certamente possibile per lo statuto prevedere una maggiorazione frazionaria, ad esempio pari a mezzo voto. Pur in assenza di una previsione altrettanto esplicita in tal senso, ugualmente ammissibile è la differenziazione della maggiorazione in relazione a singole materie (potendo, ad esempio, attribuirsi in relazione ad alcune un voto aggiuntivo, in relazione ad altre mezzo voto) ovvero la limitazione della stessa a talune materie (ad esempio, nomina degli amministratori e approvazione del bilancio) o a talune tipologie di assemblee<sup>46</sup>. Non sembra, inoltre, che vi siano preclusioni legislative all'attribuzione di una

---

<sup>45</sup> VENTORUZZO, Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?, in *Giur. comm.*, 2015, I, 512 ss

<sup>46</sup> MARCHISIO, La “maggiorazione del voto” (art. 127 *quinquies* T.U.F.): récompense al socio “stabile” o truce del socio di controllo?, in questa *Rivista*, 2015, I, 80-81

maggiorazione del diritto di voto di durata limitata e destinata ad estinguersi al decorrere di un termine predeterminato o al verificarsi di un evento prestabilito (c.d. *sunset clauses*) ovvero alla subordinazione dell'esercizio del voto maggiorato al verificarsi di particolari condizioni sospensive non meramente potestative (c.d. *sunrise clauses*)<sup>47</sup>.

Non sembrerebbe, invece, possibile attribuire la maggiorazione del voto soltanto ad alcuni azionisti selettivamente individuati (per un evidente contrasto con l'art. 92 T.U.F.) o creare, in via statutaria, una categoria di azioni a voto maggiorato. La soluzione da ultimo indicata sembra trovare conferma nel comma 3° dell'art. 127-*sexies* T.U.F., ai sensi del quale le società quotate che conservano azioni a voto plurimo emesse anteriormente alla quotazione « non possono prevedere ulteriori maggiorazioni del diritto di voto a favore di singole categorie di azioni né ai sensi dell'articolo 127 *quinquies* » (tale previsione parrebbe escludere, implicitamente, che le azioni a voto maggiorato possano costituire una categoria di azioni). Più in generale, infine, l'attribuzione del diritto di voto maggiorato soltanto ai possessori di una determinata categoria di azioni appare contrastare con la volontà legislativa di configurare la maggiorazione del voto come un beneficio accessibile indistintamente a tutti gli azionisti, e legato al ricorrere di circostanze che possono essere soddisfatte da tutti i soci<sup>48</sup>. In particolare la normativa per le società quotate permette l'emissione da parte di tali società di azioni di risparmio, istituzionalmente prive del diritto di voto, ma non, se non entro limiti significativamente stringenti, di azioni a voto plurimo (e ciò indipendentemente dalle ragioni, non facilmente individuabili, ma che sembrerebbero riconducibili alla difficoltà di individuarne il prezzo al quale offrirle in sottoscrizione al mercato, della disciplina dettata a quest'ultimo

---

<sup>47</sup> Circolare Assonime n. 10 del 7 aprile 2015, 38 e (sebbene con riferimento alle azioni a voto plurimo) ABRIANI, Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi, approfondimento del 29 settembre 2014, consultabile in [Giustizia civile.com](http://Giustizia.civile.com).

<sup>48</sup> LANGEWOORT, The SEC, Retail Investors and the Institutionalization of Securities Markets, in 95 Virginia Law Review, 2009, 1056.

riguardo dall'art. 127-*sexies* T.U.F.): come del resto conferma la circostanza, già segnalata, che la stessa legge ha cura di precisare che la rilevanza riconosciuta dall'art. 120, 1° comma, T.U.F. al capitale votante, ed al numero dei voti, deve intendersi limitata all'applicazione della disciplina contenuta nella sezione dedicata agli assetti proprietari; di là da tali considerazioni, si diceva, la regola dettata dall'art. 2368, 1° comma, cod. civ., secondo la quale la percentuale (pari alla metà) delle azioni la cui presenza risulta richiesta ai fini della validità della costituzione dell'assemblea ordinaria in prima convocazione deve essere calcolata sul capitale sociale *al netto* delle azioni prive del diritto di voto sembra agevolmente giustificarsi alla luce della circostanza che la mancanza del diritto di voto vale a configurare queste ultime, alla luce di quanto disposto dall'art. 2370, 1° comma, cod. civ., come azioni istituzionalmente non rappresentabili in assemblea, vale a dire *istituzionalmente assenti*: tali cioè, se computate, da rendere estremamente (e anzi, nella prospettiva dell'ordinamento, eccessivamente) difficile il raggiungimento del *quorum* costitutivo (il quale, nell'ipotesi, estrema, in cui a risultare priva del diritto di voto sia la metà delle azioni emesse, finirebbe per coincidere addirittura con la totalità delle azioni di esso dotate, legittimate cioè ad essere rappresentate in assemblea).

In altri termini, il mancato computo, a tali fini, delle azioni prive del diritto di voto si presta ad essere ricollegato ad una *specifica* esigenza, quella cioè di evitare che la loro emissione finisca per impedire il funzionamento dell'assemblea ed anzi per condurre allo scioglimento della società, o, meglio, e più realisticamente, per rivelarsi così costosa, in una prospettiva organizzativa, da risultare concretamente impraticabile: un'esigenza, questa, considerata a tal punto rilevante, da indurre il legislatore ad escludere, in vero *eccezionalmente*, le azioni prive del diritto di voto dal computo della base del *quorum* costitutivo; l'eccezionalità di siffatta neutralizzazione, se da un lato trova conferma nella circostanza che essa, per espressa disposizione di legge, riguarda unicamente le azioni «istituzionalmente» prive del diritto di voto (art. 2368, 1° comma, cod. civ.), e non anche quelle solo occasionalmente tali (art. 2368, 3° comma, cod.



civ.), dall'altro si risolve in una deroga al principio, opposto, in base al quale tali *quorum* devono essere calcolati in relazione all'*intero* capitale sociale, e cioè al *numero complessivo delle azioni*, al raggiungimento dei quali ciascuna di esse concorre in ragione del proprio *valore nominale*: al principio, cioè, in base al quale, come accennato, non solo devono a tal fine essere computate *tutte* le azioni, in quanto tutte dotate di valore nominale, ma, essendo quest'ultimo necessariamente *il medesimo* per tutte le azioni, ciascuna di esse assume *lo stesso peso* delle altre, indipendentemente, allora, dal numero dei voti.

Si consideri, infatti, che, se la decisione di prevedere, genericamente, *quorum* costitutivi appare diretta a richiedere una «rappresentatività» minima dell'intera assemblea, quella di riferire tali *quorum*, specificamente, al capitale sociale, vale a dire al numero complessivo delle azioni, esprime in particolare l'intenzione di ricollegare, a sua volta, la «rappresentatività» di ciascuna azione al valore nominale, e cioè all'ammontare del relativo investimento, e dunque, come detto, non soltanto di considerare «rappresentative» tutte le azioni, ma di riconoscere a tutte la medesima «rappresentatività»: un *principio*, questo, appunto *generale*, e dunque destinato a trovare applicazione anche in presenza di azioni, come quelle a voto plurimo, caratterizzate non già dalla mancanza, ma dal potenziamento del diritto di voto, e che, conseguentemente, non si prestano ad essere considerate istituzionalmente assenti, quanto semmai, ed al contrario, istituzionalmente presenti; proprio per tale ragione, la loro emissione non mette in alcun modo a rischio il raggiungimento dei *quorum* fondati sul capitale, vale a dire sul numero non dei voti, ma delle azioni, rispetto al quale, anzi, il «potenziamento» del diritto di voto risulta in quanto tale, e per definizione, del tutto irrilevante: e dunque non rappresenta una ragione sufficiente a giustificare, per questa via, una deroga a siffatto principio generale.

Ne deriva che, quantomeno ai fini del *quorum* costitutivo, a tutte le azioni, escluse quelle istituzionalmente prive del diritto di voto, deve essere riconosciuto il medesimo peso, indipendentemente dal numero dei voti, e che dunque tale *quorum*, anche in presenza di azioni a voto plurimo, debba pur

sempre essere calcolato sul *numero complessivo delle azioni*, sempre al netto di quelle istituzionalmente prive del diritto di voto, e non sul numero complessivo dei voti: e cioè bensì sul solo *capitale votante* (secondo quanto dispone, a specifici fini, la prima parte dell'art. 120, 1° comma, T.U.F.), ma, ed è questo il punto, *in ragione* non già dei voti (come invece ritiene la tendenza prevalente, sulla scorta della seconda parte dell'art. 120, 1° comma, T.U.F.), ma pur sempre *del valore nominale* di ciascuna azione.

Al contrario, l'impostazione della dottrina dominante finisce per riconoscere a talune azioni, quelle a voto plurimo, una «rappresentatività potenziata» la quale contrasta non soltanto (*i*) con il principio generale volto a dare a tal fine rilevanza al valore nominale, e cioè ad un profilo inderogabilmente comune a tutte le azioni, comprese, allora, quelle appartenenti a categorie tra loro diverse, e dunque inidoneo ad essere graduato, seppure solo surrettiziamente, ad opera dell'autonomia statutaria, come si ricava dalla formulazione assai netta dell'art. 2346, 2° comma, cod. civ., secondo il quale il valore nominale «deve riferirsi senza eccezioni a tutte le azioni emesse dalla società»: seguendo siffatta impostazione, e cioè commisurando, ai fini del calcolo del *quorum* costitutivo, il peso di ciascuna azione a quello dei voti ad essa riconosciuti, si finirebbe infatti non soltanto per

rendere — senza una evidente giustificazione — più agevole il raggiungimento di tali *quorum* nelle società che hanno emesso azioni a voto plurimo, ma — e questa volta indebitamente, in quanto in contrasto con il principio generale di cui si è detto — a renderlo tale unicamente da parte delle azioni in esame, e, conseguentemente, per ridurre — appunto indebitamente — il peso, o meglio la rappresentatività, delle altre azioni; ma anche (*ii*) con la specifica configurazione delle azioni a voto plurimo, che risultano «potenziate» unicamente nella fase della deliberazione, e non anche in quella (anche logicamente) anteriore della costituzione dell'assemblea, alla quale invece tale impostazione finisce per estenderla: con ciò trasformando, come si accennava, le azioni a voto plurimo in azioni a peso plurimo



### **3.2. Società quotate e azioni a voto plurimo: il caso delle operazioni straordinarie**

Con alcune mirate disposizioni, la disciplina in materia di azioni con voto maggiorato si occupa di questi diritti nel caso di operazioni di fusione o scissione e di aumento del capitale (gratuito e a pagamento) poste in essere da società che li abbiano previsti o nel caso di fusione o scissione del titolare di azioni a voto maggiorato<sup>49</sup>.

La scelta della riforma è stata opportuna giacché né l'applicazione del principio della “successione” della società risultante dalla fusione o scissione nella titolarità delle azioni a voto maggiorato emesse dalla società incorporata (o fusa) o dalla scissa che è fissato dall'art. 2504-*bis*, comma 2, c.c., né quelli ricavabili dalla disciplina in materia di aumento del capitale, gratuito e a pagamento sarebbero stati, per ragioni diverse tra loro, risolutivi al fine di fornire regole di univoca applicazione in queste vicende societarie.

E' intuitivo sostenere come l'impatto delle operazioni straordinarie sulle azioni a voto potenziato e la rilevanza delle relative questioni interpretative potranno compiutamente apprezzarsi solo nella fase del consolidamento della concreta esperienza applicativa in questa materia, giacché la nuova disciplina andrà a regime — salvo nel caso di nuove quotazioni in Borsa e di operazioni di IPO di società che abbiano già emesso azioni a voto plurimo (cfr. art. 127-*sexies*, comma 2, T.U.F.): si veda *infra* — solo a partire dal 2018.

Con riferimento specifico, quindi, alle operazioni di fusione e scissione di società che abbiano introdotto in statuto la maggiorazione del diritto di voto, la legge demanda al progetto di fusione o scissione la decisione se estendere la maggiorazione alle azioni emesse in concambio di quelle annullate a seguito di

---

<sup>49</sup> LA MARCA, Azioni(sti) con voto maggiorato: primi spunti, in I Battelli del Reno, contributo pubblicato sul sito <http://www.ibattellidelreno.it> in data 26.11.2014

dette operazioni e alle quali era attribuito il voto maggiorato (art. 127-*quinquies*, comma 4, T.U.F.)<sup>50</sup>.

È pacifico, dunque, che non vi sia un *diritto* in capo ai soci della società incorporata o scissa di ricevere in concambio azioni maggiorate, essendo la decisione rimessa dalla legge ai relativi progetti, i quali potrebbero anche prevedere — come si è autorevolmente osservato — che la maggiorazione venga riconosciuta in obbedienza a nuovi requisiti. E ciò in quanto la fusione “spezza” la continuità del possesso, avendo l'estensione della maggiorazione ad oggetto azioni di una società terza (*i.e.* l'incorporante o la beneficiaria). A rigore, dunque, la maggiorazione deve ritenersi subordinata ai “termini” previsti del progetto di fusione, tenendo conto, tra l'altro, della circostanza che il progetto di fusione costituisce il frutto della trattativa tra le compagini societarie delle società che vi sono coinvolte.

Fermo restando che l'assegnazione della maggiorazione del voto può spettare esclusivamente a favore dei soci i quali abbiano già maturato il diritto alla maggiorazione nella società incorporata/fusa o scissa al momento dell'efficacia della fusione o della scissione, lo statuto della società risultante dall'operazione potrebbe prevedere che, ai fini del computo del *vesting period*, si tenga conto del possesso continuativo pre-fusione/pre-scissione a favore dei soci i quali, al momento dell'efficacia della fusione/scissione, fossero iscritti nell'elenco speciale della società incorporata/scissa ma non avessero ancora maturato il diritto alla maggiorazione del diritto di voto<sup>51</sup>.

Coerentemente con questa, del resto pacifica, ricostruzione della volontà legislativa, alcuni statuti di società quotate prevedono, anzi tutto, che, qualora il progetto di fusione/scissione lo preveda, la maggiorazione del diritto di voto si estenda alle nuove azioni spettanti in cambio delle azioni a voto maggiorato con

---

<sup>50</sup> BUSANI, SAGLIOCCA, Le azioni non si contano, ma si “pesano”: superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, in *Società*, 2014, 1048

<sup>51</sup> MARCHETTI P, Osservazioni e materiali sul voto maggiorato, in questa Rivista, 2015, 448 ss

efficacia immediata, ossia senza necessità del decorso del periodo di ventiquattro mesi successivi al perfezionamento di dette operazioni; per quanto riguarda, viceversa, le azioni di nuova emissione spettanti in cambio di azioni per le quali non sia ancora maturata la maggiorazione, le medesime clausole stabiliscono che, ai fini della maturazione della maggiorazione nella società risultante dalla fusione/scissione, si tenga conto del periodo di iscrizione nell'elenco speciale della società fusa/scissa<sup>52</sup>.

Come si è osservato in precedenza, l'art. 127-*quinquies*, comma 4, si riferisce al caso in cui l'incorporante o la beneficiaria esistente (l'ipotesi della fusione per unione o della beneficiaria di nuova costituzione sono ovviamente escluse) prevedano nello statuto la maggiorazione del diritto di voto, *in quanto società quotate*, dando per scontato che l'incorporata o la scissa siano anch'esse società che abbiano corrispondente previsione statutaria, non essendovi, altrimenti, ragione — in questo caso — per assegnare in concambio azioni a voto maggiorato.

Di qui l'interrogativo se, nel caso di fusione per incorporazione o scissione di una società *non quotata* in una quotata (che preveda nello statuto la maggiorazione del diritto di voto), i relativi progetti possano riconoscere, in sede di concambio, la validità del possesso antecedente alla fusione/scissione ai fini della maturazione della maggiorazione, nonostante il divieto della maggiorazione per queste ultime società, e la conseguente mancanza dell'elenco speciale attestante il periodo di appartenenza ininterrotta delle azioni necessario ai fini della maturazione del relativo diritto<sup>53</sup>.

---

<sup>52</sup> Cfr. art. 11-bis, commi 4 e 5, dello statuto di Intek Group S.p.A. e art. 6-bis, commi 5 e 6, dello statuto di Maire Tecnimont S.p.A. La norma chiarisce che essa si applica a un IPO di una società non risultante da una fusione.

<sup>53</sup> BUSANI, SAGLIOCCA, Le azioni non si contano, ma si “pesano”: superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, in *Società*, 2014, 1048

Uno spunto favorevole alla legittimità di questa previsione potrebbe forse ricavarsi, per la sostanziale coincidenza delle due fattispecie, dalla circostanza che, 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, con effetto dalla data di efficacia della fusione, venga a sua volta quotata], 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.

Ma questa conclusione mi pare assai dubbia giacché se è vero che il legislatore ha inteso accordare una corsia privilegiata alla maturazione della maggiorazione nel caso di aumenti di capitale funzionali alla quotazione in borsa, anche se dipendenti da una fusione, lo “sconto” del periodo di possesso continuativo che si realizzerebbe nell'ipotesi in esame premierebbe, probabilmente in forma ingiustificata, i soci della incorporata rispetto sia a coloro i quali acquistassero sul mercato le azioni della società risultante dalla fusione sia ai soci dell'incorporante.

Quanto, infine, alla possibile incidenza della maggiorazione ai fini della determinazione del concambio o del rapporto di assegnazione, non dovrebbe procedersi, a rigore, a valutazioni differenziate, diversamente da quanto si verifica nel caso di concambi con azioni speciali (ad esempio fusioni con azioni di risparmio), atteso che la maggiorazione costituisce — come è noto — un diritto che è riconosciuto a un determinato “titolare” delle azioni e non già alle azioni<sup>54</sup>.

---

<sup>54</sup> Convegno organizzato della Fondazione CESIFIN a Milano in data 6 novembre 2014, dal titolo “Governare societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”.

### **3.3. La disciplina in vigore nei Paesi dell'Unione Europea: riflessioni**

Il principio “un'azione, un voto” è universalmente accettato in tutti gli ordinamenti civilistici e quindi commerciali d'Europa. Nessuna tipologia di disciplina ne vieta la validità. In tale prospettiva non si può in nessun modo sostenere che possa essere considerata una contraddizione del principio “un'azione, un voto” la norma che, in relazione a una particolare situazione dell'azionista, lo esclude dall'intervento e/o dal voto in assemblea, come per esempio accade nel caso della mora nei versamenti dovuti sulle azioni non interamente liberate o nel caso del conflitto di interessi.

La normativa contenuta nell'ultimo comma dell'art. 2344 c.c., che impedisce al socio in mora per i versamenti sulle azioni non liberate è da collocare in una posizione importantissima in quanto la legittimazione all'intervento e al voto spetta non a tutti coloro che hanno un diritto reale sull'azione. Il voto è quindi da ricondurre direttamente a chi occupa una posizione di primaria importanza. Posizione determinata dalla stessa società secondo quanto previsto dalla legge. Colui che non ha versato è quindi collocato in una posizione che lo rende fuori dalla dinamica societaria stessa. La stessa cosa potrebbe dirsi poi per quel socio che non vota. In questo caso per il calcolo dei *quorum* nei casi in cui il diritto di voto sia sospeso o non spetta. In tutti queste ipotesi, infatti, le sei asserzioni che costituiscono l'essenza del principio “un'azione, un voto” restano valide.

Nei Paesi bassi ed in particolare in Belgio e in Olanda viene concessa la possibilità di far circolare azioni aventi diversi valori nominali. Questa evenienza sicuramente non entra in contrasto con il concetto esplicitato in principio al presente paragrafo e cioè di “un'azione, un voto”. Il diverso principio



di “correlazione fra rischio e potere” è quindi alla base del primo<sup>55</sup>. Se invece le azioni possono avere lo stesso numero di voti pur avendo valori nominali diversi, pare evidente che si è di fronte in realtà ad una disparità fra le azioni nel diritto di voto (e così è in Olanda, dove il voto multiplo si può attribuire attraverso il meccanismo appena descritto). Occorre dire poi “che le deroghe al principio un'azione, un voto possono *in teoria* risolversi in un incremento dei poteri sia della minoranza, come avviene quando si prevedono meccanismi di voto a scaglioni e si accordano poteri di veto agli azionisti che raccolgano una certa aliquota dei voti, oppure in un incremento dei poteri dei soci di controllo: con riferimento agli uni e agli altri, si usa parlare di *Control Enhancing Mechanisms* (CEMs), anche se tale espressione appare più appropriata per le deroghe che rafforzano i poteri dei soci di controllo”<sup>56</sup>.

I CEMs sono infatti di diversi tipi<sup>57</sup>, raggruppati normalmente per funzione: la letteratura più affidabile distingue i *mechanisms allowing blockholders to enhance control by leveraging voting power* dai *mechanisms used to lock-in control*, la cui differenza dai primi si coglie agevolmente se si riflette sul fatto

---

<sup>55</sup> Sul principio “rischio-potere” cfr. di recente MAROCCHI M, Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata, in *Contr. e impr.*, 2014, 221; E. Barcellona, *Rischio e potere nel diritto societario riformato*, Torino, 2012

<sup>56</sup> SPOLIDORO M.S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, Relazione presentata al convegno di studio Adolfo Beria di Argentine, 2014,125

<sup>57</sup> Per il concetto di CEMs si fa qui riferimento alla nozione utilizzata per esempio dal Report on the Proportionality Principle in the European Union (nt. 1). Secondo questo documento si possono distinguere CEMs (in modo empirico, come si vede al primo sguardo, ed espressamente senza pretese di completezza) in tre classi: i « mechanisms allowing blockholders to enhance control by leveraging voting power », i « mechanisms used to lock-in control » e gli « other mechanisms ». Alla prima classe appartengono le seguenti fattispecie: multiple voting rights shares (che comprendono sia le azioni a voto plurimo, sia quelle di fedeltà a voto doppio o plurimo), le non-voting shares (without preference), le non-voting preference shares, le pyramid structures; alla seconda classe appartengono le priority shares (azioni che attribuiscono a singoli azionisti privati poteri speciali di veto o di proposta o di decisione), i depository certificates, i voting rights ceilings (che comprendono le clausole di voto per teste), gli ownership ceilings, le supermajority provisions; appartengono all'ultima classe le accomandite per azioni, le golden shares (che riservano ad autorità pubbliche diritti speciali), le partecipazioni reciproche e i patti parasociali.

che un conto è rafforzare il potere di controllo e un altro conto è bloccare la costituzione o il trasferimento di una posizione di controllo.

In generale si potrebbe affermare che il rafforzamento della posizione dei soci di controllo potrebbe contribuire ad incrementare l'efficienza del mercato anche sulla base di una serie di argomenti, dai quali emerge, molto sinteticamente, che la stabile presenza di un socio (o di un nucleo di soci) interessati alla gestione della società può attenuare gli inconvenienti della separazione tra *management* e proprietà delle azioni, limitando il rischio di comportamenti opportunistici del *management*, e favorendo il punto di vista degli azionisti più sensibili alle prospettive di lungo termine della società. Queste considerazioni non hanno evidentemente valore assoluto e in particolare non valgono per le società in cui il socio di controllo è anche il *manager* o in cui il *management* si trova in rapporto subordinato (in senso lato) rispetto al socio di controllo.

In Francia le azioni a voto maggiorato trovano il proprio modello normativo, come è ampiamente noto, nel c.d. *vote double* previsto in Francia dall'art. L225-123 del *Code de Commerce*. E si noti che, in Francia, ai sensi dell'art. L225-125, comma 3, la regola del voto doppio trova applicazione solo a favore degli azionisti di nazionalità francese o di uno Stato membro dell'Unione Europea o di uno Stato facente parte dell'accordo relativo allo Spazio economico europeo. Questa previsione “è rilevante in una duplice prospettiva. Sul piano dell'efficienza allocativa, i voti plurimi moltiplicano il potere del socio o dei soci di controllo e dunque, in assetti proprietari concentrati, consentono l'ulteriore infeudamento del capitalismo familiare (e così la sclerotizzazione degli assetti proprietari)”<sup>58</sup>. Tale tipologia di fattore non fa altro che incrementare i rischi di estrazione di benefici privati del controllo e con esso l'appetibilità per gli investitori istituzionali dell'investimento in tali società. In tal modo le azioni a

---

<sup>58</sup> LAMANDINI M., Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto XXVIII Convegno di studio su UNIONE EUROPEA: CONCORRENZA TRA IMPRESE E CONCORRENZA TRA STATI Courmayeur, 19-20 settembre 2014 Complesso congressuale e cinematografico Piazzale Monte Bianco, p. 12 e ss.

voto plurimo e le stesse *loyalty shares* rischiano di dissuadere, invece che promuovere, “l’apertura del capitale agli investitori istituzionali. In secondo luogo, rispetto al mercato del controllo societario, tali azioni fanno diminuire il numero delle società contendibili attraverso offerte di acquisto ostili (riducendo in tal modo l’effetto disciplinare di tale strumento di mercato, ove si ritenga che tale effetto sussista), in quanto i voti plurimi finiscono in molti casi con il trasformare un controllo di fatto (se misurato secondo un principio “*one share/one vote*”) in un controllo di diritto degli *incumbents*”<sup>59</sup>.

---

<sup>59</sup> Ibidem p. 12 e ss.

## CONCLUSIONI

Il Decreto Competitività del giugno 2014, poi convertito con modificazioni nella legge n. 116 dell'11 agosto 2014, ha apportato importanti cambiamenti alla disciplina del diritto di voto nelle società per azioni: è stato di fatto superato il principio "una azione, un voto" fino a quel momento vigente. La nuova disciplina prevede un trattamento differente per società per azioni quotate e non quotate. Per le seconde la norma di riferimento è il nuovo articolo 2351 del codice civile, in base al quale lo statuto delle società per azioni non quotate può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo fino a un massimo di tre voti.

Da un punto di vista generale, anche esteso agli altri Paesi Europei, le azioni a voto plurimo costituiscono, come è noto, una particolare categoria di azioni e possono essere, in quanto tali e nel rispetto delle regole organizzative societarie, oggetto di *attribuzione selettiva* entro la compagine sociale. Abbiamo accennato poi come le *loyalty shares* costituiscono una peculiare applicazione del principio del voto multiplo, giacché esse non costituiscono una categoria speciale di azioni connotata in ogni momento dall'attribuzione di voti plurimi bensì azioni ordinarie che beneficiano di una "clausola statutaria volta a modificare la regola di attribuzione del diritto di voto valevole per tutti i soci", che attribuisce il voto in misura più che proporzionale rispetto al numero di azioni possedute in presenza della condizione della detenzione dell'azione per una durata minima specificata. Mentre le prime sono programmaticamente rivolte al solo fine di rafforzare il potere del socio di controllo, dissociando potere e rischio, le seconde anche secondo Consob costituiscono nelle intenzioni essenzialmente "uno strumento per incentivare l'investimento a lungo termine e, dunque, la presenza di investitori stabili con maggiore potere di *monitoring* e meno orientati allo *short termism*, anche la fine di ridurre la volatilità dei corsi azionari e favorire un più efficiente processo di formazione dei prezzi".

## ***Bibliografia***

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

ABRIANI, Il divieto del patto leonino, Milano, Giuffrè, 1994, 69 ss.

ALVARO-CIAVARELLA-D'ERAMO-LINCIANO, La deviazione dal principio “un'azione- un voto” e le azioni a voto multiplo, *Quaderni giuridici Consob*, 2014, 27 ss

ANNUNZIATA F., GIOMBINI A., La disciplina del voto plurimo introdotta dal Decreto Competitività, Pegno Usufrutto e sequestro di azioni, Novembre 2014, p. 4 e ss.

BATTILOSSI S., Did Governance Fall Universal Banks? Moral Hazard, Risk Taking and Banking Crises in Interwar Italy, in *62 Economic History Rev.*, 101 ss. (2009).

BRUNO F., ROZZI A, Dall'azione di risparmio all'azione sviluppo: il primo strumento finanziario ibrido qualificato, in *Le Società*, 2008, p. 832-843.

BUSANI, SAGLIOCCA, Le azioni non si contano, ma si “pesano”: superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, in *Società*, 2014, 1048

CAMPOBASSO G.F, *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, VI ed. a cura di M. Campobasso, Torino, 2006, p. 215, nt. 22

CANTAGALLI A, *Avvocati, banche e imprese 1890-1940*, Bologna, 2010, 169 ss.

Circolare Assonime n. 10 del 7 aprile 2015, 38 e (sebbene con riferimento alle azioni a voto plurimo) ABRIANI, Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi, approfondimento del 29 settembre 2014, consultabile in [Giustizia civile.com](http://Giustizia.civile.com).

FERRARINI, G., One Share – One Vote: A European Rule?, *ECGI Law Working Paper* n. 58, 2006, p. 96 e ss

FERRI G., Azioni a voto plurimo e voto maggiorato: profili tipologici, *Rivista del Notariato*, fasc.4, 2015, pag. 761

FERRI G., Finanziamento dell'impresa e partecipazione sociale, in Riv. dir. comm., 2002, I, p. 126 ss

FORMICA, ne Il nuovo diritto delle società a cura di MAFFEI ALBERTI A., I, Padova, Cedam, 2005, 175.

GINEVRA, La disciplina degli emittenti, in Diritto commerciale, II, a cura di Cian, 2014, 913

GROSSO, Categorie di azioni ed assemblee speciali, Milano, Giuffrè, 1999, 64 s.,

LA MARCA, Azioni(sti) con voto maggiorato: primi spunti, in I Battelli del Reno, contributo pubblicato sul sito <http://www.ibattellidelreno.it> in data 26.11.2014

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

LANGWOORT, The SEC, Retail Investors and the Institutionalization of Securities Markets, in 95 Virginia Law Review, 2009, 1056.

MARCHETTI P., Osservazioni materiali sul voto maggiorato, Rivista delle Società, fasc.02-03, 2015, pag. 448 ss

MARCHISIO, La “maggiorazione del voto” (art. 127 quinquies T.U.F.): récompense al socio “stabile” o truccage del socio di controllo?, in questa Rivista, 2015, I, 80-81

MAROCCHI M, Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata, in Contr. e impr., 2014, 221; E. Barcellona, Rischio e potere nel diritto societario riformato, Torino, 2012

PISAN IMASSAMORMILE, Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi, in Riv. soc., 2003, 1292,

SAGLIOCCA M, Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo delle società per azioni, in Riv. dir. soc., 2013, II, p. 326 ss

SANTORO, V., Commento all'art. 2351, in Sandulli - Santoro (a cura di), La riforma delle società, Torino, 2013

SCIALOJA A (nt. 1), 760; e in giurisprudenza, Trib. Roma, 17 novembre 1925, in Riv. dir. comm., 1926, II, 80; App. Torino, 3 giugno 1927, ivi, 1927, II, 407 s. e 412

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

THOMSEN-CONYON, Corporate governance. Mechanisms and systems, London, 2012, 10.

VENTORUZZO, Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?, in Giur. comm., 2015, I, 512 ss

VIVANTE C, Le azioni a voto plurimo nelle società anonime, in Riv. banc., 1925, 548, nt. 1,258

ZINGALES L., "Il voto plurimo favorisce "le piramidi"", in Il Sole 24 ORE, 2014