



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II

# **INNOVAZIONE E DIRITTO**

RIVISTA DI

DIRITTO TRIBUTARIO E DELL'ECONOMIA

**2-3**  
2017

## Le azioni a voto plurimo: elementi strutturali e profili di disciplina

di Emanuele Coraggio

### ABSTRACT

*The paper analyzes the structure and the legal rules of multiple-voting shares in Italy. It aims to describe and resolve the major application problems concerning this special share class, by going back through the most significant phases of its evolution from the commerce code of 1882 up to the D.L. n.91/2014, which finally confirmed its validity. It also focuses on the past attempts of sidestepping the prohibition of multiple-voting shares, which characterized our legal system for over seventy years, and studies the reasons why the latter was repealed, from the Italian and European points of view. Lastly, the paper illustrates the main differences between multiple-voting shares and loyalty shares, which in fact present only formally common elements.*

### SINTESI

*Il documento analizza la struttura e le norme giuridiche delle azioni a voto plurimo in Italia. Si propone di descrivere e risolvere i principali problemi applicativi relativi a questa classe di azioni speciali, tornando attraverso le fasi più significative della sua evoluzione dal codice di commercio del 1882 fino al D.L. n.91/2014, che ha infine confermato la sua validità. Inoltre, si concentra sui tentativi passati di evitare il divieto di azioni a voto multiplo che ha caratterizzato il nostro sistema giuridico per oltre settant'anni e le ragioni per cui esso è stato abrogato, dal punto di vista italiano ed europeo. Infine, il documento illustra le principali differenze tra azioni a voto plurimo e quote di fidelizzazione, che in realtà presentano solo elementi formalmente comuni.*

SOMMARIO: 1. Definizione e collocazione sistematica – 2. Una premessa storica: l'originaria compatibilità delle azioni a voto multiplo con il Codice di Commercio del 1882. I contrastanti orientamenti della dottrina e della giurisprudenza – 3. La *ratio* del divieto nel Codice civile del '42 e del suo mantenimento nella riforma Vietti – 4. Tentativi di elusione del divieto nella prassi societaria antecedente al D.L. n.91/2014 – 5. Le ragioni della novella del 2014 nel contesto italiano ed europeo – 6. Campo di applicazione, emissione e particolari questioni applicative – 7. Differenze sostanziali fra *multiple voting shares* e *loyalty shares*

### 1. Definizione e collocazione sistematica

Le azioni a voto plurimo costituiscono la principale fattispecie di deroga «verso l'alto» del principio di proporzionalità che informa la disciplina legale del diritto di voto ex art. 2351, comma 1, c.c., e si caratterizzano da un punto di vista strutturale per il fatto di attribuire un numero di voti superiore all'unità. Esse costituiscono

senza dubbio una speciale categoria azionaria ai sensi dell'art. 2348 c.c.<sup>1</sup>, come si desume in particolare dall'art. 127-sexies, comma 4, T.U.F., che nell'escludere l'applicazione dell'art. 2376 c.c. in ipotesi di mancata emissione di azioni a voto multiplo da parte di società quotate – nei due soli casi (individuati dal secondo comma) in cui alle stesse è riconosciuta tale facoltà<sup>2</sup> – si riferisce alla «categoria delle azioni a voto plurimo»<sup>3</sup>. Ne consegue che, salvo diversa disposizione legislativa speciale (come quella poc'anzi menzionata), la disciplina relativa alle assemblee speciali individuata dal codice civile trova integrale applicazione con riguardo alle azioni a voto plurimo<sup>4</sup>. La categoria azionaria in esame, inoltre,

<sup>1</sup> P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e Mercato, Studi dedicati a Mario Libertini*, Giuffrè, Milano, 2015, I, 9; N. ABRANI, *Azioni a voto plurimo e maggioranza del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giustiziacivile.com*, 2014, 7. Il concetto di categoria azionaria, com'è noto, ha costituito a lungo oggetto di interesse da parte della dottrina, che lo ha ricostruito essenzialmente facendo riferimento al parametro dell'«omogeneità» del contenuto delle azioni (v. M. BIONE, in G.E. COLOMBO E G.B. PORTALE (diretto da), *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, Utet, Torino, 1991, II, 45). La categoria azionaria, dunque, secondo questo orientamento – invero formatosi già prima della riforma del 2003 (v. M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto societario. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Utet, Torino, 2006, I, 596 ss., che sottolinea come questa ricostruzione del concetto di categoria azionaria sia stata affermata per prima da Mignoli negli anni '60 e sia stata successivamente accolta dalla dottrina maggioritaria, confermandosi per grandi linee valida anche dopo la riforma del 2003 secondo l'autore) – risulta costituita da ogni gruppo di azioni, attributive di medesimi diritti e pertanto «fungibili le une con le altre» che presenti elementi differenti da quelli degli altri gruppi di azioni (così M. BIONE, *op. cit.*, 44). Non tutti gli elementi di differenza, però, sono in grado di dar vita a categorie azionarie; si è in presenza di queste ultime, infatti, solo quando le disuguaglianze operino sul piano del contenuto delle azioni. Richiamare il contenuto delle azioni, d'altro canto, equivale a richiamare i diritti in esse incorporati, come si desume in modo chiaro dal tenore letterale dell'art. 2348, comma 2, c.c., che si riferisce esplicitamente ai «*diritti diversi*» delle azioni di categoria. Da non confondere con il concetto di «categorie», invece, è quello dei «tipi» di azioni, che vengono individuati dalla dottrina non già in funzione del contenuto della partecipazione azionaria, quanto in base alle sue caratteristiche estrinseche. In particolare, secondo l'opinione dominante ci si troverebbe innanzi a tipi e non a categorie di azioni in ipotesi di «coabitazione» di azioni nominative e al portatore, di azioni interamente liberate o solo parzialmente liberate, di azioni liberate in denaro ovvero in natura o, infine, di azioni liberamente alienabili e azioni la cui alienabilità sia sottoposta a particolari vincoli statuari (v. M. NOTARI, *Le categorie speciali*, cit., 606).

<sup>2</sup> Per i quali v. *infra*.

<sup>3</sup> Sul punto v. P. ABBADESSA, *op. cit.*, 12 ss., il quale ritiene che in questa ipotesi peculiare se il legislatore ha inteso privare gli azionisti a voto plurimo del rimedio «di categoria», a *fortiori* bisognerebbe considerare questi ultimi privati del rimedio «individuale» costituito dal diritto di recesso.

<sup>4</sup> La creazione di una o più assemblee speciali, che vanno ad affiancarsi a quella generale, è prevista dall'art. 2376 c.c. evidentemente come la naturale conseguenza della non perfetta omogeneità di interessi all'interno della società, testimoniata dalla presenza di azioni fornite di diritti diversi (quali appunto le azioni a voto multiplo). La *ratio* della norma in esame è stata oggetto di diverse interpretazioni. Vi è chi ha sostenuto che essa miri a tutelare essenzialmente la società *ex se* e in

assurge a categoria tipica, andandosi ad affiancare a quelle già previste dal codice civile, e l'unico limite espresso posto dal legislatore (da cumulare agli altri limiti «imposti dalla legge» ai sensi dell'art. 2348, comma 2, c.c.)<sup>5</sup> è costituito dal numero

---

particolare la sua maggioranza; a sostegno di questa tesi viene sottolineato che ai fini della approvazione da parte dell'assemblea generale di una delibera lesiva dei diritti degli azionisti speciali non è richiesta la loro unanimità, bensì unicamente la maggioranza (v. M. NOTARI, *Disposizioni generali. Conferimenti. Azioni*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Giuffrè, Milano, 2012, 144). D'altro canto, vi è chi ha asserito che i destinatari della tutela sarebbero costituiti dagli stessi azionisti di categoria, considerati come gruppo e non individualmente, al punto che gli stessi diritti derivanti dalle azioni speciali si attergerebbero a «diritti di gruppo» e non a diritti individuali (v. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, Utet, Torino, 2013, II, 210).

<sup>5</sup> I suddetti limiti hanno costituito oggetto di ampia analisi da parte della dottrina. Il primo e più significativo di questi si ricava dagli elementi costitutivi della stessa nozione di società (art. 2247 c.c.), quale organizzazione tipicamente caratterizzata da tre elementi: i «conferimenti di beni o servizi», l'«esercizio in comune di un'attività economica» e lo «scopo di dividerne gli utili»; l'autonomia statutaria, pertanto, non può derogare agli «elementi causali minimi» del contratto di società, che devono caratterizzare anche le singole partecipazioni sociali, consentendo di qualificarle come tali piuttosto che come titoli rappresentativi di un rapporto di diversa natura (così M. NOTARI, *Disposizioni generali*, cit., 145 ss.; nello stesso senso v. M. NOTARI, *Le categorie speciali*, cit., 595 ss.; nonché in senso analogo v. A. STAGNO D'ALCONTRES, *Sub art 2348*, in G. NICCOLINI e A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali*. Commentario, Jovene, Napoli, 2004, I, 282, secondo cui «il dato che connota l'azione è costituito dal carattere di situazione giuridica correlata alla titolarità della partecipazione sociale unitaria standardizzata concorrente alla costituzione del capitale sociale di una s.a. e, conseguentemente, idonea a conferire al titolare lo status di socio»; l'autore ne conclude che l'autonomia statutaria non può in alcun modo far venir meno tali caratteristiche (che debbono ritenersi inderogabili) mediante la creazione di azioni speciali. Alcuni autori, poi, sottolineano che un ulteriore limite legale è costituito dall'impossibilità di privare l'azionista, attraverso la creazione di azioni speciali, dei propri diritti inderogabili, posti a salvaguardia del corretto funzionamento della società: si pensi al diritto di impugnare le delibere assembleari, di impugnativa delle delibere del consiglio di amministrazione, di denuncia al collegio sindacale e al Tribunale e al diritto di prendere visione ed estrarre copia dei libri sociali (v. F. MARTORANO, *Sub art. 2348*, in M. SANDULLI e V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Giappichelli, Torino, 2003, I, 137; A. COTTO, M. MEOLI, F. TOSCO e R. VITALE, *Le Società 2014*, Ipsoa, Milano, 2014, 676). Rientrano fra i limiti legali espressi e generali il divieto di patto leonino (art. 2265 c.c.) e il divieto di emettere azioni prive di diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolare argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative in misura eccedente la metà del capitale sociale (art. 2351, comma 2, c.c.). Ulteriore limitazione fondamentale, infine, è quella prevista dal terzo comma dell'art. 2348 c.c., secondo cui non è possibile che azioni appartenenti alla medesima categoria attribuiscano diritti diversi. È essenziale cioè che all'interno di ciascuna categoria azionaria il principio di uguaglianza sia rispettato senza deroghe o limitazioni. Tale norma in realtà potrebbe apparire da contenuto ridondante, sia perché il principio di uguaglianza è già affermato dal primo comma della medesima disposizione, sia perché la dottrina da tempo ha evidenziato come il concetto stesso di categoria presupponga l'uguaglianza dei diritti incorporati nelle azioni che vanno a costituirle. È corretto affermare, tuttavia, che la funzione esercitata da questa norma non sia «inutile», in quanto giustificata non solo dall'esigenza di «consacrare un principio acquisito a livello interpretativo e connotato alla nozione stessa di categoria azionaria» (così N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Cedam, Padova, 2010, IV, 243), ma anche dal «timore che possa riemergere la prassi statutaria di creare azioni dotate di diritti diversi nell'ambito di categorie omogenee – (si ricordano le note azioni “ordinarie” di tipo A e di tipo B introdotte in

massimo di tre voti attribuibili a ciascuna azione<sup>6</sup>. Lo statuto, dunque, può prevedere l'assegnazione tanto di un voto doppio quanto di un voto triplo e, com'è stato altresì sostenuto, non sembra possa escludersi anche la previsione di decimali di voto (per esempio 1,5 o 2,5 voti per azione)<sup>7</sup>.

Nel rispetto dei suindicati limiti l'ordinamento riconosce all'autonomia statutaria ampi margini di manovra nel determinare il contenuto delle azioni a voto plurimo, coerentemente con quel generale principio di atipicità che anima la materia delle categorie azionarie<sup>8</sup>. L'assegnazione del *multiple voting* di conseguenza può tanto riguardare tutte le materie di competenza assembleare quanto essere limitata a particolari argomenti ovvero essere subordinata al verificarsi di condizioni non meramente potestative.

In particolare, in ipotesi di limitazione del voto plurimo a particolari argomenti, è corretto ritenere che la sua attribuzione possa essere circoscritta a specifiche deliberazioni (*i.e.* la nomina del collegio sindacale o l'autorizzazione di operazioni gestorie ex art. 2364, n. 5, c.c.), ovvero esclusa per specifiche delibere (*i.e.* quelle per le quali è riconosciuto il diritto di recesso ai soci non consenzienti). Parimenti legittima deve ritenersi la previsione di una attribuzione diversificata del numero di voti in funzione degli argomenti *e.g.* riconoscendo un diritto di voto doppio nelle deliberazioni di competenza dell'assemblea ordinaria e triplo in quelle da assumersi in sede straordinaria<sup>9</sup>.

Per quanto concerne poi la subordinazione del voto multiplo, è stato correttamente osservato che tale facoltà corrisponde essenzialmente a quella

---

qualche statuto, emesse allo scopo di eludere divieti posti dal diritto amministrativo nelle società a partecipazione pubblica)» (A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*, 276).

<sup>6</sup> N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo*, cit., *ibidem*.

<sup>7</sup> N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo*, cit., 9, il quale argomenta tale conclusione evidenziando che: «La compatibilità "ontologica" del frazionamento del voto al di sotto dell'unità è ormai attestata dall'istituto della maggiorazione (che, come si vedrà, è certamente attribuibile anche in percentuali intermedie tra 1 e 2 voti per azione), né si vedono ragioni ostative ad una configurazione del moltiplicatore del voto nei termini che risultino di volta in volta più adeguati ad individuare il punto di equilibrio in concreto preferibile per le diverse componenti della compagine sociale». Alla medesima conclusione giunge P. ABBADESSA, *op. cit.*, 8. In senso contrario invece v. A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, in *Le Società*, 2011, VIII, 1058, nt. 16.

<sup>8</sup> N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo*, cit., 10.

<sup>9</sup> N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo*, cit., 7.

prevista dal secondo comma dell'art. 2351 c.c. di creare azioni il cui diritto di voto sia subordinato al verificarsi di una condizione che, coerentemente con tale assunto, si può ritenere vada qualificata come sospensiva, in quanto il suo verificarsi determina l'insorgere di un diritto (c.d. *sunrise clauses*). Per lo stesso ordine di ragioni si ritiene, inoltre, che non sussistano particolari ostacoli alla creazione di categorie di azioni a diritto di voto originariamente plurimo, ma risolutivamente condizionato al verificarsi di un evento futuro ed incerto (c.d. *sunset clauses*)<sup>10</sup>. La condizione, infine, sia essa sospensiva o risolutiva, non dev'essere comunque meramente potestativa<sup>11</sup>.

## **2. Una premessa storica: l'originaria compatibilità delle azioni a voto multiplo con il Codice di Commercio del 1882. I contrastanti orientamenti della dottrina e della giurisprudenza**

Per inquadrare correttamente le azioni a voto multiplo da un punto di vista sistematico, e per comprendere altresì le ragioni che sono sottese alla loro introduzione ovvero espunzione dal nostro ordinamento, è imprescindibile un breve excursus di carattere storico.

A tal fine va anzitutto esaminata la disciplina contenuta nel Codice di Commercio del 1882 e in particolare l'art. 157, che rappresenta la norma cardine intorno alla quale si è concentrato maggiormente in passato il dibattito dottrinario e giurisprudenziale.

Prima di allora in effetti nel nostro Paese – sotto l'impero del Codice napoleonico

<sup>10</sup> N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo*, cit., 8.

<sup>11</sup> Ciò vale a escludere, in particolare, la validità delle condizioni che subordinino, in modo espresso o implicito, l'acquisto (o la perdita) del diritto di voto multiplo al mero benessere degli organi societari preposti all'accertamento della loro verifica. In tal caso, infatti, come si desume in via analogica dalla disciplina generale dei contratti e specificamente dall'art. 1355 c.c. rubricato «*Condizione meramente potestativa*», la condizione deve ritenersi affetta da nullità (v. C. FORMICA, Sub art. 2351, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Cedam, Padova, I, 2005, 184; nonché A. ANGELILLIS e M.L. VITALI, Sub art. 2351, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI e M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Egea-Giuffrè, Milano, 2008, 424, secondo cui, «non si può far altro che ritenere che essa (la condizione, N.d.R.) sia tale – e quindi vietata – quando dipenda dall'esclusivo arbitrio di un soggetto (un socio, un gruppo di soci o, al limite, un terzo estraneo alla società) o di un organo societario, e rientri nello schema *si volam, si voluero*»).

del 1808 (entrato in vigore in Francia il 1° gennaio 1808 e adottato in Italia dal 1° settembre 1808) – non esistevano regole specifiche in materia di attribuzione del diritto di voto agli azionisti, cosicché era riconosciuta alle società ampia libertà statutaria<sup>12</sup>. Tale libertà era rimasta tutelata in molte parti d'Italia, sia nel corso del periodo intercorrente fra la Restaurazione (1814) e l'unità d'Italia (1861)<sup>13</sup>, sia in quello successivo tra l'emanazione del primo Codice di Commercio del 1865 e quello del 1882<sup>14</sup>. L'esigenza di approntare una disciplina più analitica *in subiecta materia* si era concretizzata nell'adozione del Codice di Commercio del 1882; quest'ultimo, infatti, aveva introdotto come regola generale per l'esercizio del diritto di voto quella del cd. voto scalare<sup>15</sup>. Allo stesso tempo, tuttavia, veniva sancito il carattere dispositivo della regola in esame, prevedendo che ad essa si potesse derogare nell'atto costitutivo o nello statuto<sup>16</sup>. Unica norma imperativa in materia era quella contenuta nell'art. 164 c. comm. – secondo cui a ciascun azionista

<sup>12</sup> Sul punto v. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO e N. LINCiano, *Le deviazioni dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, in CONSOB, *Quaderni giuridici*, 2014, 20, nt. 41, i quali sottolineano che vi erano pochissime disposizioni dedicate alle azioni e alle regole di partecipazione alla società; il Codice napoleonico prevedeva solamente che «I soci non sono soggetti che alla perdita dell'ammontare della loro quota nella società» (art. 33) e che «il capitale della società anonima si divide in azioni ed anche in porzioni di azioni di uguale valore» (art. 34), mentre tutto il resto era lasciato alla libertà negoziale dei soci: «Il contratto di società viene regolato dal diritto civile, dalle leggi particolari al commercio e dalle convenzioni delle parti» (art. 18).

<sup>13</sup> Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO e N. LINCiano, *op. cit.*, 20, nt. 42, ove si legge: «In questi anni restarono sostanzialmente in vigore quasi tutte le norme contenute nel Codice napoleonico. Infatti se da un lato in Toscana, nel Lombardo Veneto, a Genova, a Parma e a Piacenza il *Code de commerce* francese rimase formalmente in vigore, a Modena, nello Stato Pontificio, a Napoli e in Piemonte esso, seppur formalmente sostituito, rimase vivo nella sostanza in quanto le nuove norme risultarono identiche alle precedenti».

<sup>14</sup> L'art. 143 del Codice di Commercio del 1865 si limitava a disporre in particolare: «Lo statuto sociale determina quando gli azionisti dovranno essere convocati in assemblea generale, le materie sopra le quali dovranno deliberare, il numero degli azionisti necessario alla validità delle deliberazioni e il modo con cui i medesimi eserciteranno il diritto di suffragio».

<sup>15</sup> L'art. 157 c. comm. disponeva, infatti, che «ogni socio ha un voto ed ogni azionista ha un voto sino a cinque azioni da lui possedute. L'azionista che possiede più di cinque e sino a cento azioni ha un voto ogni cinque azioni, e per quelle che possiede oltre il numero di cento ha un voto ogni venticinque azioni».

<sup>16</sup> A. PADOA SCHIOPPA, *Saggi di storia del diritto commerciale*, Milano, LED Edizioni Universitarie, 1992, 221 ss., il quale evidenzia che il meccanismo del voto a scalare in quegli anni era adottato unicamente in Inghilterra, all'art. 44 del *Company Act* del 1962, laddove «il codice germanico del 1861 (ADHGB), art. 244, attribuiva un voto ad ogni azione; la legge francese del 24.7.1966, art. 27, si rimetteva allo statuto sociale; così pure la legge belga (19.5.1973, art. 61), che tuttavia poneva un tetto al potere di un singolo socio in assemblea, vietando che egli vi conferisse più di 1/5 del capitale sociale e più di 2/5 del capitale rappresentato: si volle evitare che un socio potesse, da solo, raggiungere la maggioranza in assemblea».

spetta il diritto di voto nelle assemblee generali<sup>17</sup> – da cui era possibile ricavare due corollari: da un lato, il divieto di emettere azioni totalmente prive del diritto di voto e, dall'altro, quello di introdurre tetti minimi di possesso azionario ai fini dell'esercizio del suddetto diritto<sup>18</sup>.

Il quadro normativo appena delineato lascia ben intendere come a quei tempi la regola «un'azione, un voto» costituisse una regola lecita, ma di certo non cogente<sup>19</sup>: è essenzialmente per questo motivo che autorevole dottrina nonché la giurisprudenza maggioritaria dell'epoca ritenevano compatibile con il Codice di commercio del 1882 l'emissione di azioni a voto plurimo da parte delle società anonime<sup>20</sup>.

In realtà, va sottolineato che l'assenza di disposizioni specifiche in punto di disciplina ha determinato l'insorgere di aspri contrasti dottrinari, che tuttavia non risalgono all'entrata in vigore del codice del 1882, giacché in quel particolare momento storico questa categoria speciale di azioni non costituiva ancora un elemento portante della prassi societaria. È solo negli anni '20 del XX secolo – con la crisi economica successiva alla prima guerra mondiale e la conseguente svalutazione monetaria – che diverse società italiane decidono di fare ricorso alle azioni a voto multiplo con una duplice finalità: da una parte reperire i capitali di rischio necessari a garantire il loro funzionamento da soggetti interessati unicamente al rendimento derivante dall'investimento azionario, conservando allo

<sup>17</sup> L'art. 164, comma 1, c. comm., infatti, disponeva: «Le azioni devono essere di eguale valore, e conferiscono ai loro possessori eguali diritti, se non è stabilito diversamente nell'atto costitutivo, salvo però ad ogni azionista il diritto di voto nelle assemblee generali».

<sup>18</sup> S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO e N. LINCiano, *op. cit.*, 21.

<sup>19</sup> S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO e N. LINCiano, *op. cit.*, *ibidem*.

<sup>20</sup> In tal senso v.no in dottrina, C. VIVANTE, *I progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, 429 ss.; A. ARCANGELI, T. ASCARELLI, *Il regime delle società per azioni con particolare riguardo al voto plurimo e alla protezione delle minoranze*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, I, 159 ss.; A. SCALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, in *Foro it.*, 1925, I, 763 ss. In giurisprudenza per le medesime conclusioni v. Cass., 15 luglio 1926, in *Foro it.*, 1926, I, 813, in cui la Suprema Corte ammette la compatibilità del voto multiplo con il Codice di commercio, salvo il controllo del giudice in sede di omologazione degli statuti al fine di verificare, di volta in volta, che il voto plurimo non sia diretto a modificare la figura e l'essenza della società anonima; v. inoltre: App. Milano, 16 dicembre 1924, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 211 e App. Milano, 11 agosto 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 488. Mentre per alcune decisioni contrarie in giurisprudenza v.no, Trib. Milano, 4 maggio 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 488; Trib. Roma, 17 novembre 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II, 79.



stesso tempo il controllo dell'impresa sociale<sup>21</sup>; d'altra parte impedire che soggetti stranieri potessero scalare società italiane in forza di una valuta più solida<sup>22</sup>, assolvendo cioè ad una funzione di carattere per così dire protezionistico<sup>23</sup>. La centralità assunta da queste azioni nella prassi societaria da un lato e il sostanziale silenzio del legislatore sul punto dall'altro, hanno condotto la dottrina dell'epoca, dunque, a dividersi fra sostenitori e detrattori delle azioni a voto plurimo.

Fra i più ferventi sostenitori di queste ultime si colloca Cesare Vivante, il quale riteneva che esse costituissero un efficace strumento di comando e direzione dell'impresa e che il loro impiego fosse utile per svariati motivi<sup>24</sup>. Egli inoltre, unitamente alla Confederazione Generale dell'Industria Italiana<sup>25</sup>, auspicava una riforma del voto plurimo – da realizzarsi essenzialmente attraverso la previsione dell'obbligo di nominatività dei relativi titoli azionari e riservando gli stessi in via esclusiva ai cittadini italiani – al fine di consolidarne la funzione anti-scalata avverso gli investitori stranieri<sup>26</sup>.

Mostrava viceversa una posizione critica nei confronti del voto multiplo Attilio Cabiati, il quale evidenziava come la postulata funzione di garantire il controllo delle imprese agli italiani esercitata da queste azioni – nelle proposte del Vivante subordinata alla nominatività del titolo e alla riserva di nazionalità italiana –

<sup>21</sup> A. ANGELILLIS e M.L. VITALI, Sub art. 2351, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI e M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Egea-Giuffrè, Milano, 2008, 462, nt. 279.

<sup>22</sup> S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO e N. LINCIANO, *op. cit.*, 24.

<sup>23</sup> A. ANGELILLIS e M.L. VITALI, *op. cit.*, *ibidem*; nello stesso senso v. pure G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, 134 ss.

<sup>24</sup> Sul punto v. C. VIVANTE, *op. cit.*, 432, il quale sostiene che l'utilizzo di azioni a voto multiplo: «a) giova alla trasformazione di imprese familiari e personali in società anonime, perché i loro proprietari favoriscono le trasformazioni in cui possono riservarsi azioni di comando; b) giova alle grandi imprese industriali, che ottenendo col voto plurimo stabilità di programma possono esplicare tranquillamente un lungo ciclo di produzione, e collegarsi ad altre imprese nell'esecuzione di un completo programma di produzione e di collocamento dei prodotti industriali; c) giova a raccogliere il capitale straniero; gli stranieri in generale non sono importatori di tecnici ma di capitali, più desiderosi di dividendi, che di ingerenze industriali [...]; d) giova per converso a conservare agli industriali italiani il comando delle industrie italiane [...]; e) giova a tutte quelle imprese che hanno carattere personale; così le azioni di comando potranno difendere l'indirizzo politico di un giornale e la dignità della sua missione dai mutevoli partiti degli azionisti; f) giova a rimettere in valore le imprese dissestate, male avviate, col concorso di industriali provetti, che vi contribuiscono nuovi capitali e nuove energie di lavoro col beneficio del voto plurimo».

<sup>25</sup> Lo sottolinea M. BIONE, *op. cit.*, 52, nt. 27.

<sup>26</sup> C. VIVANTE, *op. cit.*, *ibidem*.

costituiva un'arma a doppio taglio. Questo essenzialmente perché gli investitori stranieri, sapendo che il controllo della società spetta ad un dato gruppo di soci, avrebbero potuto avere maggiori remore nel concedere il finanziamento<sup>27</sup>.

Fra i principali detrattori del voto plurimo, poi, merita di essere segnalato anche Giancarlo Frè, il quale sottolineava che l'impiego di questa speciale categoria azionaria finisse con lo snaturare il ruolo dell'assemblea sociale, al punto «da ridurlo ad una larva di quello che è nel sistema della legge»<sup>28</sup>.

L'evidente assenza di un'uniformità di vedute in dottrina è stata anche alla base della soluzione adottata dalla Sottocommissione reale presieduta da Mariano D'Amelio, nominata con R.D. 3 giugno 1924 e incaricata di elaborare un progetto di riforma del Codice di commercio. Il progetto di riforma, comunemente noto come progetto D'Amelio, accoglieva infatti una soluzione interlocutoria, motivata dall'intento di non pregiudicare l'eventuale riesame legislativo della questione in futuro ed espressamente definita nello stesso progetto come un infelice compromesso tra le idee dei sostenitori e dei detrattori delle azioni a voto plurimo<sup>29</sup>. In particolare, il suddetto compromesso era costituito da un lato dalla

<sup>27</sup> Così A. CABIATI, *Il progetto del nuovo codice di commercio e le azioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, 12, il quale inoltre, criticava espressamente le tesi vivantiene per via della loro perfetta aderenza all'ideologia e alla legislazione fascista, affermando: «L'illustre Professore dell'Ateneo di Roma (Vivante, N.d.R.) conserva da un quarto di secolo, di fronte alle società commerciali, quell'identico atteggiamento mentale che, in materia di diritto pubblico e di rapporti fra Stato ed organismi privati, ispira l'attuale legislazione fascista. Egli sente, cioè, alto il culto del principio di autorità contro quello elettivo, la superiorità degli organismi su gli individui che lo compongono e nutre per il potere esecutivo una ammirazione pari alla diffidenza che prova contro quello legislativo. Il che porta scientificamente il Maestro a deprimere i poteri delle assemblee deliberanti, di fronte alle facoltà concesse ai corpi che eseguono».

<sup>28</sup> Così G. FRÈ, *op. cit.*, 121 ss.

<sup>29</sup> S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO e N. LINCiano, *op. cit.*, 25. Sul punto si rimanda più diffusamente a A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in *Riv. soc.*, 1961, 930 ss., in cui viene riprodotta parte della relazione al progetto D'Amelio, da cui si evince in maniera chiara ed esaustiva la «diffidenza» della Commissione rispetto alle azioni a voto plurimo: «I motivi che resero diffidente la maggioranza della Sottocommissione verso le azioni a voto plurimo sono di ordine essenzialmente pratico. La maggioranza della Sotto-commissione si domandò se il voto plurimo non faciliti troppo l'infeudamento delle società anonime a ristretti gruppi finanziari, i quali, sicuri della loro stabilità, potrebbero finire per curare più gli interessi propri che quelli della maggioranza degli azionisti. Che il controllo delle banche finanziatrici sulle industrie finanziate sia da noi in certi limiti una necessità è indubbio; ma la maggioranza della Sotto-commissione si domandò, se, attraverso il voto plurimo non si corra il rischio di trasformare tale controllo in un asservimento sistematico, generatore di monopoli sempre più rigidi e pericolosi. Sembrò alla maggioranza della Sotto-commissione troppo ottimistica e irrealistica la concezione che molti hanno del voto plurimo, come di un istituto volto a difendere dagli attacchi di gruppi estranei i laboriosi fondatori di una

mancata consacrazione giuridica della regola «un'azione, un voto» e dall'altro dall'introduzione di una speciale categoria azionaria, quella delle azioni privilegiate a voto limitato, capace di assolvere almeno in parte ad obiettivi di controllo societario analoghi a quelli delle azioni a voto multiplo<sup>30</sup>.

### 3. La *ratio* del divieto nel Codice civile del '42 e del suo mantenimento nella riforma Vietti

La situazione di sostanziale incertezza in ordine alla legittimità delle azioni a voto multiplo è mutata radicalmente con l'entrata in vigore del Codice civile del 1942. Quest'ultimo, infatti, ha fugato ogni dubbio al riguardo disponendo testualmente nell'originario art. 2351, comma 3, c.c., che «non possono emettersi azioni a voto plurimo». L'introduzione di tale divieto – sia pure temperato dall'ammissibilità delle azioni a voto plurimo già esistenti, sancita dalle disposizioni attuative e transitorie del codice civile<sup>31</sup> – si inserisce in un particolare contesto sociale e politico caratterizzato da un lato dalla lotta per l'allargamento della base

---

società, che ad essa hanno conferito il meglio della loro intelligenza e della loro capacità, magari un brevetto o un segreto di fabbrica, ecc. La questione va esaminata anche dal suo rovescio. Del voto plurimo non saranno i fondatori della società che si varranno all'atto della costituzione della società, perché col voto plurimo è molto più difficile trovare capitale per il collocamento delle azioni. Sarà durante la vita della società, quando la società si sia già affermata ed avviata e il suo dominio sia più ambito, che i diversi gruppi cercheranno di impadronirsene e di consolidare col voto plurimo il possesso. E allora non è detto che la manovra riesca più facile a coloro i quali con la loro opera hanno creato la fortuna della società, piuttosto che a gruppi estranei di speculatori addestrati a questo genere di operazioni. [...] Il pericolo che il voto plurimo, 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 non sembra trascurabile, specialmente in Italia, dove, a differenza di altri paesi, i titoli azionari delle società sono nella massa o flottanti sul mercato o nelle mani delle banche, e dove l'impossessamento della maggioranza, necessaria per far approvare dall'assemblea il voto plurimo (*rectius*: un aumento di capitale con emissione di azioni a voto plurimo a favore di un determinato gruppo), non è operazione che presenti difficoltà insormontabili».

<sup>30</sup> S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO e N. LINCiano, *op. cit.*, *ibidem*.

<sup>31</sup> Al riguardo l'art. 212 disp. att. trans. c.c. dispone, infatti: «Le azioni a voto plurimo esistenti al 27 febbraio 1942, nonché quelle emesse a norma dell'ultimo comma potranno essere conservate per tutta la durata della società emittente prevista dall'atto costitutivo o dalle modificazioni a questo anteriori alla data suindicata. Dalla data predetta sono vietate anche per le società esistenti le emissioni di azioni a voto plurimo. Sono nulle altresì le deliberazioni con le quali si attribuisce alle azioni a voto plurimo esistenti un maggior numero di voti. Le disposizioni del comma precedente non si applicano alle azioni a voto plurimo, emesse in occasione di aumenti di capital deliberati prima dell'entrata in vigore del codice dirette a mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni».

elettorale prima e per il riconoscimento del suffragio universale dopo, e dall'altro dal crescente avvicinamento delle classi medie alla vita politica<sup>32</sup>. Come è stato giustamente affermato, pertanto, da un punto di vista socio-politico l'introduzione del divieto in esame ha rappresentato il naturale corollario sul «versante societario» delle suddette rivendicazioni<sup>33</sup>. Più correttamente si può dire che il divieto de quo ha costituito una delle conseguenze principali del processo di progressiva democratizzazione delle società, a sua volta indotto dal particolare scenario socio-politico poc'anzi descritto. Tale processo nello specifico è sfociato nel riconoscimento di una serie di importanti principi, accolti dal codice civile del '42. Anzitutto il principio inderogabile secondo cui l'unità azionaria costituisce l'entità minima della partecipazione sociale, tale da giustificare l'attribuzione al suo titolare dei cd. diritti sociali (fra cui anche quello di voto)<sup>34</sup>. In secondo luogo il principio di uguaglianza dei diritti incorporati nelle singole unità azionarie e soprattutto quello di proporzionalità fra potere e rischio nella società<sup>35</sup>, che declinato nella materia del diritto di voto dà vita alla regola «un'azione, un voto».

Alla luce di ciò risulta agevole comprendere i motivi di carattere sistematico che hanno portato all'introduzione del divieto di azioni a voto multiplo nel codice civile, giacché esso costituisce una delle tre articolazioni fondamentali del sistema *one share, one vote*<sup>36</sup>. Resta da comprendere, tuttavia, quale sia stata la *ratio* specifica perseguita dall'originario terzo comma dell'art. 2351 c.c. A questo proposito si può dire che la dottrina abbia individuato almeno tre *rationes* fondamentali alla base

<sup>32</sup> S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO e N. LINCiano, *op. cit.*, 23.

<sup>33</sup> F. GALGANO, *Le società per azioni. Principi generali (artt. 2325-2341)*, in F.D. BUSNELLI (diretto da), *Il codice civile*. Commentario fondato da Schlesinger, Giuffrè, Milano, 1996, 22.

<sup>34</sup> S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO e N. LINCiano, *op. cit.*, *ibidem*.

<sup>35</sup> Sul punto v. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO e N. LINCiano, *op. cit.*, 26, i quali riconducono i menzionati principi a quello di «democrazia plutocratica», ossia di stretta proporzionalità fra potere economico e proprietà della ricchezza, ed evidenziano che «chiarissimi in proposito appaiono gli articoli 2350 e 2441 c.c., i quali, rispettivamente, prevedono che "ogni azione attribuisce il diritto a una parte proporzionale degli utili netti e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione" e che "le azioni di nuova emissione e le obbligazioni convertibili in azioni devono essere offerte in opzione ai soci in proporzione al numero delle azioni possedute"».

<sup>36</sup> In particolare esso si sostanzia nella sotto-regola «una azione, un voto soltanto»; sul punto v.no, G.P. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Giappichelli, Torino, 2011, 1 ss.; M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in Riv. not., 2014, 923 ss.

del divieto, la prima delle quali è costituita dall'esigenza di assicurare il governo della società solo a chi sia titolare di una percentuale significativa di capitale sociale, ossia impedire la scissione del controllo della società dalla maggioranza del capitale<sup>37</sup>. Da questo angolo visuale, in effetti, la norma *de qua* assolve alla medesima funzione esercitata dal secondo comma dell'art. 2351 c.c., che vieta l'emissione di azioni a voto sotto-proporzionale in misura superiore alla metà del capitale sociale<sup>38</sup>. Quest'ultima disposizione d'altronde potrebbe essere facilmente elusa se si emettessero azioni in misura inferiore al cinquanta per cento del capitale dotate di un numero di voti tale da garantire ai loro titolari il dominio delle assemblee sociali<sup>39</sup>.

Le altre due finalità perseguite dal divieto di azioni a voto plurimo, poi, possono essere colte con specifico riguardo alle società quotate in mercati regolamentati, laddove esso funge da garanzia della contendibilità del controllo societario, da un lato, e della comparabilità (o confrontabilità)<sup>40</sup> dei titoli emessi sul mercato, dall'altro<sup>41</sup>. Per quanto concerne la contendibilità del controllo, va sottolineato in via preliminare che uno degli strumenti giuridici maggiormente in grado di salvaguardarla è costituito dall'istituto dell'offerta pubblica di acquisto. La possibilità che quest'ultima venga lanciata, infatti, rappresenta una forte pressione sugli amministratori delle società che così sono portati ad aumentare la propria efficienza gestionale, com'è stato osservato da diversi esponenti della scuola americana della *law and economics* che hanno approfondito la tematica<sup>42</sup>. Orbene, il divieto di azioni a voto multiplo sicuramente aumenta le probabilità del lancio di

<sup>37</sup> N. ABRIANI, *Le azioni*, cit., 304 e ss.

<sup>38</sup> Sul punto v. anche A. ANGELILLIS e M.L. VITALI, *op. cit.*, 466, i quali affermano che «il divieto di emissione di azioni a voto plurimo si collega senza dubbio al limite quantitativo del 50 per cento del capitale sociale per l'emissione di azioni a voto limitato, imposto dall'ultimo periodo dell'art. 2351, comma 2».

<sup>39</sup> A. ANGELILLIS e M.L. VITALI, *op. cit.*, 467.

<sup>40</sup> N. ABRIANI, *Le azioni*, cit., 306.

<sup>41</sup> A. ANGELILLIS e M.L. VITALI, *op. cit.*, *ibidem*.

<sup>42</sup> H.G. MANNE, *Mergers and the Market for Corporate Control*, in *The Journal of Political Economy*, 1965, vol. 73, 110 ss.; F.H. EASTERBROOK e D.R. FISCHER, *The proper role of a target's management in responding to a tender offer*, in *Harvard L. Rev.*, 1981, vol. 94, 1161 ss.; R. GILSON, *Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense*, in *Stanley Law Review*, 1982, vol. 35, 51e ss.

un'OPA rispetto alla situazione opposta, caratterizzata dalla presenza di azioni a voto sovra-proporzionale. In particolare, è stato evidenziato come in tale ultima ipotesi il freno al ricambio del controllo societario si manifesti essenzialmente su due piani: da un lato, nel corso dell'OPA, gli azionisti a voto multiplo possono esercitare la propria influenza per deliberare l'adozione di eventuali misure di difesa nell'assemblea generale dei soci; dall'altro, successivamente all'OPA, se il gruppo di controllo che possiede le azioni a voto multiplo non ha aderito all'offerta, il controllo della società non passa all'offerente anche se tutti gli altri soci vi hanno aderito<sup>43</sup>.

Quanto all'ulteriore finalità del divieto, ossia garantire la confrontabilità del titolo azionario, si può dire che l'emissione di azioni a voto plurimo può in effetti determinare la «confusione» del mercato in relazione al valore delle azioni. L'individuazione di quest'ultimo (*i.e.* il valore di mercato), infatti, risulta chiaramente influenzata dal diritto di voto<sup>44</sup>, come si comprende con facilità se si analizza la differenza di prezzo che intercorre normalmente fra le azioni ordinarie e quelle di risparmio<sup>45</sup>. Sotto questo profilo quindi, impedendo un'indiscriminata variabilità statutaria del diritto di voto e rendendo più agevole la determinazione del prezzo delle azioni, il divieto *de quo* si risolverebbe in un incentivo al ricorso al mercato dei capitali<sup>46</sup>.

Le finalità perseguite dal legislatore del '42 nel disconoscere il diritto di cittadinanza alle azioni a voto multiplo sono state pienamente confermate dalla riforma Vietti. Quest'ultima, infatti, nel quarto comma dell'art. 2351 c.c. ha riproposto integralmente la disposizione originariamente contenuta nel terzo comma, recante il divieto di azioni a voto plurimo. La riforma del diritto societario del 2003, quindi, se da un lato ha ampliato notevolmente i poteri connessi all'autonomia statutaria, specie con riguardo alla possibilità di derogare al principio

<sup>43</sup> A. ANGELILLIS e M.L. VITALI, *op. cit.*, *ibidem*.

<sup>44</sup> R. WEIGMANN, voce *Società per azioni*, in *Digesto delle scienze privatistiche. Sezione commerciale*, Utet, Torino, 1997, XIV, 338 ss.

<sup>45</sup> L. ZINGALES, *The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience*, in *Review of Financial Studies*, 1994, vol. 7, 125 ss.

<sup>46</sup> A. ANGELILLIS e M.L. VITALI, *op. cit.*, 472.

di proporzionalità fra potere e rischio e alla regola «un'azione, un voto»<sup>47</sup>, d'altra parte ha distinto nettamente i tipi di separazione del potere dal rischio ammessi nel

<sup>47</sup> La regola «un'azione, un voto», nella formulazione originariamente accolta dal legislatore del '42, risultava composta da tre corollari fondamentali così riassumibili: il diritto di voto spetta unicamente ai soci («nessun voto senza azione»); i soci non possono essere privati del diritto di voto («nessuna azione senza voto»); infine, le azioni non possono attribuire più di un voto ciascuna («una azione, un voto soltanto»). Queste tre articolazioni fondamentali del sistema «*one share, one vote*» in origine erano dotate di forza imperativa e conseguentemente era esclusa in linea di principio la possibilità di derogarvi. L'unica ipotesi in cui l'ordinamento ammetteva una deroga parziale al secondo corollario era quella contemplata dall'art. 2351, comma 2, c.c., che nella sua originaria formulazione consentiva di prevedere nell'atto costitutivo che le azioni privilegiate sotto il profilo degli utili e del rimborso del capitale attribuissero il diritto di voto unicamente nelle assemblee straordinarie, a condizione di non superare la metà del capitale sociale. Al di là di questa circoscritta ipotesi, tuttavia, la regola «un'azione, un voto» non ha conosciuto eccezioni significative nei primi decenni successivi all'entrata in vigore del codice civile. A partire dalla riforma del 1974, invece, con l'introduzione delle azioni di risparmio caratterizzate dalla totale assenza del diritto di voto, il principio di proporzionalità ha intrapreso un lento ma costante declino che, prima del recente «abbattimento» del divieto di emissione di azioni a voto plurimo realizzato con il D.L. 24 giugno 2014, n.91, aveva raggiunto il suo apice nella riforma del diritto societario del 2003. Quest'ultima, infatti, aveva ormai privato il principio in esame del suo carattere cogente, «declassandolo» a *regula iuris* meramente dispositiva, ossia derogabile da parte dello statuto societario (v. G. D'ATTORRE, *Il principio di uguaglianza tra i soci nelle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2007, 145 ss., che evidenzia il sostanziale «superamento del carattere imperativo del principio di corrispondenza fra capitale investito dal socio e la misura della sua partecipazione alla gestione sociale attraverso l'esercizio del diritto di voto», a favore di una maggiore autonomia dei privati che possono derogare a tale disciplina che così assume carattere dispositivo; C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Giuffrè, Milano, 2004, 171, secondo cui la riforma del 2003 «qualifica [...] la costante rischi-potere quale "meramente normale" in quanto ammette attribuzioni azionarie non proporzionali ai conferimenti, azioni senza voto soggette paritariamente alle perdite ed azioni riscattabili»; A. POMELLI, *Rischio d'impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. Comm.*, 2008, III, 525, secondo cui «pare non si possano avere dubbi sul fatto che il rapporto di proporzionalità tra rischio e potere del socio di società per azioni, più che principio di ordine generale, assume la veste di criterio di distribuzione del potere a carattere meramente suppletivo o residuale»). Insieme ad esso, inoltre, secondo autorevole dottrina anche il più ampio principio plutocratico avrebbe perso il proprio carattere cogente, «degradando» a semplice regola residuale (v. P. SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla «nuova» società a responsabilità limitata)*, in G. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario. Atti del Convegno (Abano Terme, 5-7 giugno 2003)*, Cedam, Padova, 2004, 45 ss.; in senso analogo v. Cons. Not. Milano, *Massima* n. 142 (19-05-15), reperibile sul sito <http://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/142.aspx> in cui si legge: «[...] si può continuare ad affermare che il principio di proporzionalità tra rischio e potere rappresenta la regola che connota il *regime legale* delle s.p.a. [...] e che trova applicazione in mancanza di diversa volontà dei soci. Si può altresì affermare che si tratta tutt'ora di un principio "tendenziale", nel senso che gli spazi di deroga concessi all'autonomia statutaria, allorché venga modificato il coefficiente di attribuzione del diritto di voto (1:1, un'azione, un voto), non sono illimitati, in quanto: (a) se il voto viene "quantitativamente" ridotto, vige il limite della metà del numero complessivo di azioni a voto non pieno, ai sensi dell'art. 2351, comma 2, c.c.; (b) se il voto viene "quantitativamente" aumentato, vige il limite del coefficiente massimo dei voti attribuibili a ciascuna azione, pari a 1:3 (un'azione, tre voti), ai sensi dell'art. 2351, comma 4, c.c.»).

nostro ordinamento<sup>48</sup>. Scopo del legislatore, in definitiva, sarebbe stato quello di garantire un coefficiente, sia pure minimo, di correlazione fra rischio e potere nella società, fermo restando l'acclarata derogabilità del relativo legame da parte dei privati<sup>49</sup>.

Va evidenziato, ad ogni modo, che la scelta di non abrogare il divieto di azioni a voto plurimo nel 2003 è stata fortemente criticata da una parte della dottrina. Anzitutto è stato sottolineato che non sussisteva alcun motivo ostativo all'eliminazione del divieto per il legislatore delegato, alla luce di quanto stabilito dall'art. 4, comma 5, lett. a), della legge di delega 3 ottobre 2001, n.366<sup>50</sup>. In secondo luogo, è stato evidenziato che alla luce del mutato quadro normativo, caratterizzato da una più ampia libertà delle parti di modulare il diritto di voto, è apparsa poco comprensibile e coerente la previsione di un divieto dal carattere imperativo<sup>51</sup>. Infine, si è posto l'accento sulla possibilità residua dei privati di

<sup>48</sup> Sul punto v. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO e N. LINCiano, *op. cit.*, 30, i quali sottolineano che «Il sistema (antecedente al D.L. 91/2014, N.d.R.), infatti, contempla numerose fattispecie di rischio senza potere. Ossia di ipotesi in cui il rischio partecipativo è sopportato dal socio nonostante questi non abbia un potere corrispondente d'influenzare l'agire della società (azioni senza voto, a voto limitato, a voto condizionato, tetto massimo, voto scalare). Viceversa, il divieto di azioni a voto multiplo testimonierebbe una diffidenza e una resistenza normativa decisamente maggiore nei confronti dell'opposto fenomeno del potere senza rischio [...] La libertà di conformare la struttura finanziaria della S.p.a., in altri termini, si arresta quando il voto non è sostenuto da alcun rischio».

<sup>49</sup> Sul punto v. M. BIONE, *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giur. comm.*, 2011, V, 663 e ss. il quale, ipotizzando che venga emessa una categoria di azioni a voto multiplo in una società in cui solo la metà del capitale sia rappresentata da azioni a voto pieno, nota che «sarà facile accertare, con un semplice calcolo aritmetico, che la percentuale del capitale il cui possesso assicura il pieno governo della società si riduce progressivamente in ragione del numero delle azioni a voto multiplo moltiplicato per il numero dei voti spettanti a ciascuna di esse. Si può allora concludere che il ribadito divieto di emissione di azioni a voto multiplo ha assunto, dopo la riforma e l'ingresso delle azioni senza voto, un significato più profondo, impedendo l'asservimento della società ad azionisti che complessivamente detengano una partecipazione inferiore ad un quarto del capitale, percentuale questa in cui il legislatore ravvisa il limite minimo al di sotto del quale il governo della società non si ritiene trovi più sociale ed economica giustificazione». Su posizioni analoghe si attestano anche A. BUSANI e M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano ma si pesano: superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Le società*, 2014, X, 1051, secondo cui «nel sistema del diritto societario post-riforma del 2003, la funzione del divieto di voto plurimo (in combinato disposto con la privazione del voto al massimo per la metà del capitale sociale) era fondatamente individuabile nell'esigenza di impedire la cristallizzazione del controllo in capo a una minoranza che detenesse una partecipazione inferiore al quarto del capitale sociale; limite, quest'ultimo, al di sotto del quale non si riteneva trovasse giustificazione l'ottenimento del governo di una società a fronte di un investimento così modesto».

<sup>50</sup> La disposizione citata si limita infatti a disporre che: «la riforma è diretta a: [...] consentire ai soci di regolare l'incidenza delle rispettive partecipazioni sociali sulla base di scelte contrattuali».

<sup>51</sup> A. ANGELILLIS e M.L. VITALI, *op. cit.*, *ibidem*.



addivenire comunque ad una dissociazione del rischio d'impresa dal controllo della stessa mediante istituti diversi dalle azioni a voto plurimo, ma rientranti comunque insieme ad esse nella macro categoria dei c.d. *CEMs* o *control enhancing mechanisms* (ossia «meccanismi di rafforzamento del controllo»), quali i patti parasociali, i gruppi piramidali e gli incroci azionari<sup>52</sup>.

#### 4. Tentativi di elusione del divieto nella prassi societaria antecedente al D.L. n.91/2014

Il carattere pacificamente cogente del divieto di azioni a voto multiplo nell'ordinamento italiano, prima che su di esso intervenisse in chiave «demolitiva» il cd. decreto competitività<sup>53</sup> – oltre ad incentivare il ricorso a strumenti leciti di scissione del potere dal rischio, come i menzionati gruppi piramidali<sup>54</sup> o le azioni

<sup>52</sup> Sul punto v. A. ANGELILLIS e M.L. VITALI, *op. cit.*, 473, i quali affermano giustamente che: «se dunque l'ordinamento interno garantisce alle parti gli strumenti giuridici funzionali alla predisposizione dell'assetto di poteri ritenuto più confacente alle proprie esigenze [...], e soprattutto se l'ordinamento non preclude l'utilizzo di meccanismi capaci di scindere il rischio dal controllo, sembrano perdere di consistenza le remore che dovrebbero giustificare il divieto di emissione di azioni a voto plurimo». Nello stesso senso v. anche R. ROSAPEPE, *I conferimenti e i titoli azionari*, in V. BUONOCORE (ideato da), *Manuale di diritto commerciale*, Giappichelli, Torino, 2016, 344. Per l'impiego dei *CEMs* a livello europeo v. IIS, ECGI e SHEARMAN & STERLING, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, 2007, disponibile sul sito [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/study/final\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf). Lo studio in questione, commissionato dalla Commissione europea, distingue i *CEMs* in particolare in tre categorie fondamentali: 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.

<sup>53</sup> Con riguardo alle novità e alla disciplina introdotte dal citato decreto legge v. *infra* § 5.

<sup>54</sup> Sul punto v. M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, 931, nt. 27, il quale sottolinea correttamente che «nell'ambito di tali sistemi (piramidali, N.d.R.), il principio di proporzionalità viene, invero, rispettato a ciascun livello della catena di controllo (posto che, in ogni caso, le decisioni vengono assunte, a ciascun livello, dal soggetto titolare della maggioranza del capitale sociale), laddove si ha invece una considerevole deviazione da detto principio ove si consideri che, mediante appunto la catena, le decisioni assunte nel livello di controllo più elevato condizionano quelle di ogni sottostante livello, a causa dell'effetto "leva" sulle decisioni da assumersi nelle società "sottostanti" che i gruppi piramidali consentono». V. altresì, M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 266 ss., il quale afferma: «Nei gruppi piramidali, per vero, chi detiene la partecipazione di controllo nella società capogruppo,

senza diritto di voto e a voto «non pieno» (in realtà poco diffuse nella prassi societaria italiana dalla fine degli anni '90 ad oggi)<sup>55</sup> – ha anche alimentato l'impiego di alcune clausole statutarie a carattere potenzialmente elusivo. La categoria in esame, in particolare, comprenderebbe tutte le clausole statutarie che in qualche modo, diverso dall'innalzamento diretto del coefficiente di voto, attribuiscono un plus-potere ad una categoria di azioni rispetto alle altre<sup>56</sup>. La dottrina ha individuato almeno quattro fattispecie fondamentali ascrivibili al suddetto insieme, ossia: a) le clausole che attribuiscono il diritto di veto a una categoria azionaria; b) le clausole che attribuiscono la nomina della maggioranza dei componenti degli organi sociali a una categoria azionaria che non rappresenta la metà del capitale sociale; c) le clausole che istituiscono più categorie azionarie, una delle quali a voto pieno e le altre con voto assoggettato ad un tetto o ad uno scaglionamento particolarmente basso; d) infine, sebbene non diano vita a una speciale categoria azionaria ma a un sistema di voto alternativo<sup>57</sup>, le clausole di

---

attraverso un procedimento a cascata e anche se in tutte le società del gruppo fosse rispettato il principio «un'azione - un voto», estende il suo governo su tutte le società satelliti, ancora una volta con una patente dissociazione tra rischio (il pericolo di vedere disperso l'investimento occorso per acquisire la partecipazione di maggioranza nella società capogruppo) e potere (l'acquisizione o il mantenimento del controllo su tutte le società del gruppo con una partecipazione largamente minoritaria se rapportata alla somma dei capitali di tutte le società facenti parte del gruppo)».

<sup>55</sup> Lo sottolineano sulla base di un'attenta analisi empirica S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO e N. LINCiano, *op. cit.*, 48, i quali sottolineano che: «La riduzione del numero di società che emettono azioni prive del diritto di voto è dovuta sia a operazioni di fusione e *delisting*, ma anche e soprattutto a operazioni di conversione in azioni ordinarie. Le motivazioni che hanno spinto le imprese italiane a convertire le azioni di risparmio in azioni ordinarie sono diverse. In primo luogo, in concomitanza con l'entrata dell'Italia nell'Unione monetaria e la riduzione dei tassi di interesse, il costo delle azioni di risparmio, legato al privilegio nel dividendo, si è rivelato notevolmente più alto del costo del debito. Anche l'entrata in vigore del Testo Unico della Finanza ha indirettamente incentivato operazioni di conversione, poiché l'obbligo di OPA totalitaria al superamento della quota del 30% del capitale con diritto di voto e l'innalzamento del *quorum* per le delibere delle assemblee straordinarie dal 50% al 66,6% ha ridotto i rischi derivanti dalla diluizione della quota dell'azionista di controllo derivante dalla conversione di azioni di risparmio. Inoltre, le conversioni sono state probabilmente realizzate anche per assecondare le preferenze degli investitori istituzionali, sempre più presenti nel capitale delle società italiane, verso strutture di voto proporzionali».

<sup>56</sup> A. ANGELILLIS e M.L. VITALI, *op. cit.*, 468.

<sup>57</sup> Profonde sono le differenze che intercorrono fra categorie speciali di azioni e sistemi di voto alternativi. *In primis*, infatti, questi ultimi si applicano potenzialmente e a parità di condizioni alla totalità degli azionisti, laddove le azioni speciali a voto non proporzionale «bipartono la compagine sociale in soci ordinari, ai quali continua ad applicarsi la regola proporzionale e soci di categoria» (così G.P. LA SALA, *op. cit.*, 20 e ss.). In secondo luogo i sistemi alternativi si caratterizzano per il fatto di essere fondati su un criterio di distribuzione del voto diverso da quello «ordinario» di natura oggettiva, secondo il quale a ciascuna azione deve corrispondere un voto nelle assemblee sociali

scaglionamento del voto crescente anziché decrescente<sup>58</sup>.

Relativamente alla prima fattispecie, in particolare, è evidente che il potere di cui vengono dotati gli azionisti di categoria, ancorché si tratti *i.e.* di soci di minoranza, non sia proporzionato alla rappresentatività del capitale sociale<sup>59</sup>. In passato, dunque, vi era chi negava diritto di cittadinanza a questa speciale categoria azionaria, sul rilievo che essa avrebbe violato la medesima *ratio* del divieto di azioni a voto multiplo, ossia garantire la contendibilità del controllo societario<sup>60</sup>. *De iure condito* e soprattutto alla luce della recente evoluzione normativa che fa capo al D.L. n.91/2014, si può dire che la tesi affermativa della legittimità di questa categoria azionaria merita di essere condivisa. *In primis* perché è venuto meno il divieto di azioni a voto plurimo; *in secundis* perché l'ordinamento mostra ormai un atteggiamento molto più liberale circa l'articolazione del diritto di voto da parte dei privati e la sua necessaria correlazione con l'investimento azionario (e, quindi, con il rischio d'impresa).

Con riguardo alla fattispecie *sub b)*, poi, dopo la riforma Vietti (ma prima del decreto competitività del 2014), la dottrina maggioritaria distingueva due situazioni fondamentali: da un lato quella di azioni speciali con diritto di nomina di singoli

---

(cd. criterio ponderale); essi si fondano piuttosto sul criterio «soggettivo» dell'entità del possesso azionario dei singoli soci (v. G.P. LA SALA, *op. cit.*, 22 e ss.).

<sup>58</sup> M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, 929.

<sup>59</sup> A. POMELLI, *op. cit.*, 530.

<sup>60</sup> G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, 221, nt. 23. A conclusioni opposte, invece, giungevano altra parte della dottrina nonché il Consiglio Notarile di Milano. Quest'ultimo (v. Cons. Not. Milano, *Massima* n. 73 (22-11-2005), reperibile sul sito <http://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/73.aspx>), in particolare, sottolineava che «il voto determinante si risolve in ogni caso in una modificazione – in senso più “rigoroso” – dei *quorum* previsti per le deliberazioni assembleari». Si sosteneva cioè che gli effetti del voto determinante sarebbero equivalenti a quelli prodotti da un innalzamento dei *quorum* assembleari, con la sola significativa differenza che la titolarità del potere di veto non spetterebbe ai possessori di qualsiasi azione (in misura tale da superare il *quorum* di blocco), ma soltanto a quelli delle azioni di categoria a voto determinante. Orbene, essendo perfettamente lecito prevedere statutariamente maggioranze più elevate, «tranne che per l'approvazione del bilancio e per la nomina e la revoca delle cariche sociali», se ne deduceva la legittimità di questa categoria azionaria, con le sole due eccezioni di cui all'art. 2369, comma 4, c.c. Sulle medesime posizioni si attestava anche autorevole dottrina, la quale patrocinava questa tesi sulla base di due ulteriori ordini di ragioni: anzitutto l'assenza di un espresso divieto imperativo sul punto; in secondo luogo l'inidoneità di questa categoria azionaria ad eludere il divieto di azioni a voto plurimo (v. A. ANGELILLIS e M.L. VITALI, *op. cit.*, 435). A tal riguardo si osservava, infatti, che a differenza di queste ultime «le azioni con voto determinante non permettono ad una minoranza di imporre le proprie decisioni [...], bensì depotenziano il potere della maggioranza, impedendole di assumere le decisioni volute (come avviene in caso di innalzamento dei *quorum*)».

amministratori o comunque di una percentuale minoritaria del consiglio di amministrazione; dall'altra quella di azioni speciali con diritto di nomina della maggioranza del consiglio di amministrazione. Nel primo caso l'opinione prevalente era orientata nel senso di riconoscere la legittimità delle relative clausole statutarie senza particolari limitazioni<sup>61</sup>. Nel secondo caso, viceversa, la loro legittimità era subordinata alla circostanza che le azioni speciali *de quibus* rappresentassero almeno la metà del capitale sociale: in assenza di tale requisito, infatti, esse avrebbero determinato un *vulnus* insanabile al principio di correlazione fra potere e rischio<sup>62</sup>. Con l'abolizione del divieto di azioni a voto plurimo nel 2014, tuttavia, lo scenario normativo è mutato e con esso anche le posizioni della dottrina. *De iure condito*, infatti, si riconosce pressoché pacificamente la legittimità delle clausole statutarie che attribuiscono il diritto di nominare la maggioranza

<sup>61</sup> Sul punto si vedano *ex multis*: N. ABRIANI, *Le azioni*, cit., 307 ss.; U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1090; A. ANGELILLIS e M.L. VITALI, *op. cit.*, 436; F. Bonelli, *Gli amministratori di S.p.a. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Utet, Assago, 2014, 21; V. DONATIVI, *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2008, I, 217. Nello stesso senso si veda pure Cons. Not. dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *Orientamento* n.15/2010, reperibile sul sito <http://www.consiglionotarilefirenze.it/index.php/orientamenti/societa-di-capitali/azioni-e-quote/79-categorie-di-azioni-e-nomina-degli-amministratori-15-2010.html>, ove si afferma che «È legittima la clausola dello statuto di una s.p.a. che attribuisca ad una o più categorie di azioni il diritto di nominare una componente minoritaria del consiglio di amministrazione o degli organi di controllo».

<sup>62</sup> In tal senso si vedano: A. ANGELILLIS e M.L. VITALI, *op. cit.*, 470; U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, 975; Cons. Not. dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *Orientamento* n.15/2010, cit. Sul punto si veda pure N. ABRIANI, *Le azioni*, cit., *ibidem*, il quale afferma che: «La volontà legislativa di preservare il rapporto tra proprietà e controllo, espressa da tali precetti, impone infatti di escludere l'ammissibilità di previsioni statutarie che riservino la nomina della maggioranza degli amministratori a una categoria di azioni che non rappresenti almeno la metà del capitale sociale e ciò indipendentemente dalla circostanza che tale risultato si raggiunga direttamente, attraverso l'attribuzione di un diritto di nomina da esercitarsi con votazioni separate delle singole assemblee speciali o indirettamente, mediante meccanismi elettorali. Analogo giudizio di incompatibilità con il principio che fissa nella metà del capitale la soglia massima all'emissione di azioni a voto limitato va riferito alle clausole che ripartiscano tra due distinte categorie di azioni il diritto di nomina, rispettivamente, dell'organo di amministrazione e dell'organo di controllo». Nello stesso senso si veda pure: M. NOTARI, A. GIANNELLI, *Sub art. 2346, comma 6*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI e M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Egea-Giuffrè, Milano, 2008, 103 e ss., secondo cui «se l'ordinamento giuridico impone di far sì che non meno della metà del capitale sociale abbia sempre e comunque il potere di assumere un ruolo dominante nelle deliberazioni di nomina delle cariche sociali (tale essendo il risultato della combinazione delle regole testé ricordate, contenute nell'art. 2351), non potrà a maggior ragione ritenersi legittimo uno schema statutario che attribuisca a non soci il potere di nomina della maggioranza degli amministratori».

dell'organo di amministrazione o di controllo a una categoria azionaria minoritaria, a patto che le relative azioni speciali attribuiscono almeno la metà dei voti esercitabili sulle deliberazioni in questione<sup>63</sup>.

Per quanto concerne le altre due fattispecie menzionate, infine, occorre effettuare alcune precisazioni. Per quella *sub c)* si consideri ad esempio una società con capitale 1000 suddiviso in 200 azioni di categoria A e 800 azioni di categoria B: le azioni di categoria A dispongono di voto pieno mentre è previsto un tetto all'esercizio del voto pari allo 0,5% del capitale per le azioni di categoria B. Per effetto di questa regolamentazione statutaria, i voti esprimibili dalle azioni di categoria A sono sempre 200, indipendentemente dal numero di soggetti che le posseggano e dalle percentuali dagli stessi possedute; i voti esprimibili dalla categoria B viceversa non possono essere determinati *a priori*, potendo variare da un minimo di 5 (qualora tutte le azioni di categoria B appartengano al medesimo soggetto) ad un massimo di 800 (ove tutti gli azionisti della categoria B non posseggano più di 5 azioni ciascuno). Ne consegue che se tutte le azioni a voto limitato appartengono ad un unico socio (o ad una cerchia ristretta di soci) il peso complessivo della classe speciale, che pur rappresenta la maggioranza del capitale, risulterà sostanzialmente insignificante all'interno delle assemblee, che saranno sottoposte al controllo degli azionisti ordinari, pur rappresentando questi ultimi la minoranza del capitale<sup>64</sup>. Tale fattispecie in effetti, pur riconoscendo indubbiamente una forma di plus-potere agli azionisti ordinari, non è stata ritenuta realmente lesiva del divieto di azioni a voto plurimo, poiché lo scopo di queste

<sup>63</sup> Così M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, 942. Nello stesso senso v. N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo*, cit., 13. Anche la prassi notarile *post* decreto 91/2014 si è attestata su posizioni analoghe, e v.: Cons. Not. dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *Orientamento* n. 47/2014, reperibile sul sito <http://www.consiglionotarilefirenze.it/index.php/orientamenti/societa-di-capitali/azioni-e-quote/114-categorie-di-azioni-a-voto-plurimo-e-nomina-delle-cariche-sociali-47-2014.html>, ove si legge che: «È legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata con sistema tradizionale di amministrazione e controllo, che riconosca a due distinte categorie di azioni il diritto di nominare, rispettivamente, la maggioranza (o la totalità) dell'organo di amministrazione e la maggioranza (o la totalità) dell'organo di controllo, purché ciascuna di tali categorie sia titolare della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nella della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nelle deliberazioni aventi per oggetto, rispettivamente, la nomina degli amministratori e la nomina del collegio sindacale».

<sup>64</sup> A. ANGELILLIS e M.L. VITALI, *op. cit.*, 471.

clausole non sarebbe tanto quello di attribuire un voto sovra-proporzionale ai titolari delle azioni ordinarie, quanto quello di impedire che le azioni a voto contingentato, che rappresentano della maggioranza del capitale sociale, si concentrino nelle mani di pochi soggetti<sup>65</sup>.

Quanto poi alle cd. clausole di scaglionamento crescente, che cioè prevedono che superate certe soglie di possesso azionario al socio spetti un numero di voti superiore al numero di azioni possedute, la dottrina maggioritaria in passato non ha avuto remore a sostenerne la validità<sup>66</sup>. Tali clausole, infatti, astrattamente non violano il divieto di azioni a voto plurimo, poiché esse conducono ad un'attribuzione del voto che non discende dal contenuto intrinseco dell'azione ma dalla persona del socio e dal *quantum* del suo possesso azionario in un determinato momento<sup>67</sup>.

## 5. Le ragioni della novella del 2014 nel contesto italiano ed europeo

Il legislatore italiano, con la legge di conversione del D.L. n.91/2014, ha finalmente introdotto espressamente nel nostro ordinamento la possibilità di emettere azioni a voto plurimo, superando in tal modo la precedente disciplina restrittiva. Il nuovo quarto comma dell'art. 2351 c.c. prevede, infatti, in luogo del tradizionale divieto di azioni a voto multiplo, che, salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo. A ben vedere, tuttavia, l'inversione di rotta segnata dalla disposizione è più apparente che effettiva, poiché se analizzata da un punto di vista sistematico la novella risulta perfettamente coerente con quel lungo processo di declino del

<sup>65</sup> A. ANGELILLIS e M.L. VITALI, *op. cit.*, 472.

<sup>66</sup> B. MASSELLA DUCCI TERI, *Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, II, 765; M. BIONE, *Il voto multiplo*, cit., 679 e ss. In senso contrario, invece, v. G.P. LA SALA, *op. cit.*, 120.

<sup>67</sup> In tal senso v. M. BIONE, *Il voto multiplo*, cit., *ibidem*, secondo cui: «Almeno in via astratta e salva una più attenta riflessione che l'economia di queste note non consente, nulla parrebbe allora escludere la liceità di una clausola statutaria che accresce il potere deliberativo del socio al superamento di certi scaglioni di possesso azionario, non ricorrendo in tal caso quel maggior potere deliberativo incorporato nell'azione stessa (e, perciò, astratto e impersonale) ad evitare il quale provvede, per l'appunto, il divieto del voto multiplo. A tale conclusione non osta, per vero, la formulazione della norma, che in sé è neutra e interpretabile in entrambi i sensi, né quel principio della necessaria correlazione tra potere e rischio che, come più volte s'è detto, è ampiamente derogabile ogniqualvolta i diritti attribuiti dalla partecipazione azionaria siano legati alla persona anziché a quella unità di misura specifica che è l'azione».

principio di proporzionalità fra partecipazione sociale e voto intrapreso nel 1974 con l'introduzione delle azioni di risparmio e proseguito nel 2003 con la riforma Vietti. Ad essere sacrificato questa volta è stato il terzo dei tre corollari fondamentali di cui si compone la regola «un'azione, un voto», quello che si esprime cioè attraverso la formula «una azione, un voto soltanto».

Andando ad analizzare nello specifico le ragioni della novella, si può dire che tre almeno siano stati i fattori determinanti nel condurre il legislatore italiano a questo risultato. Anzitutto sono stati decisivi gli stimoli provenienti dagli orientamenti delle istituzioni dell'Unione europea<sup>68</sup>. A questo proposito in effetti va sottolineato che in seguito alla posizione espressa nel 2002 dall'*High Level Expert Group on Company Law*, secondo cui l'introduzione della regola «un'azione, un voto» rappresentava uno degli obiettivi più rilevanti del processo di armonizzazione del diritto societario europeo, la Commissione europea, nel suo Piano d'azione sul diritto e governo societario del maggio 2003, aveva deciso di effettuare uno studio sulle deviazioni dal principio di proporzionalità tra capitale e controllo all'interno degli ordinamenti dei singoli Stati membri. Lo studio (pubblicato nel 2007), dopo un'attenta disamina dei già citati *control enhancing mechanisms* e delle deviazioni dal principio di proporzionalità, non aveva evidenziato argomentazioni univoche a sostegno di tale principio<sup>69</sup>. In particolare, ne risultava un quadro poco omogeneo probabilmente giustificato dalla circostanza che la disciplina del diritto di voto nelle s.p.a. assume connotati differenti in ogni giurisdizione in funzione del quadro economico di riferimento e di altre variabili come la dimensione delle imprese e la loro struttura proprietaria<sup>70</sup>. Nessuno degli ordinamenti presi in esame, dunque, pareva adottare un principio di proporzionalità puro, dal momento che in ognuno di essi si registravano deviazioni più o meno palesi da quest'ultimo. A titolo esemplificativo si può dire che solo dieci delle giurisdizioni considerate dallo studio del 2007 (*i.e.* Danimarca, Francia, Irlanda, Ungheria, Olanda, Finlandia, Svezia, Regno Unito, Stati Uniti e Giappone) ammettevano l'emissione di *multiple voting shares*, ma allo

<sup>68</sup> P. ABBADESSA, *op. cit.*, 5.

<sup>69</sup> IIS, ECGI e SHEARMAN & STERLING, *Report on the Proportionality Principle*, cit., *ibidem*.

<sup>70</sup> A. ANGELILLIS e M.L. VITALI, *op. cit.*, 375.

stesso tempo non riconoscevano una piena ed indiscussa libertà alle parti con riguardo all'articolazione del diritto di voto: a fronte dell'ammissibilità delle azioni a voto multiplo, infatti, venivano registrati divieti come quello di prevedere tetti massimi al possesso azionario. D'altro canto veniva anche segnalato come solo in cinque ordinamenti (cioè Francia, Irlanda, Italia, Finlandia e Regno Unito) fosse legittima l'emissione di azioni totalmente prive del diritto di voto non compensate da privilegi di natura patrimoniale. L'esito dello studio, dunque, è stato quello di constatare quanto ancora si fosse lontani dal riscontrare una perfetta omogeneità, o anche solo una tendenza all'armonizzazione, nella disciplina del diritto di voto esercitabile nelle società per azioni<sup>71</sup>. Sul solco tracciato dal citato studio si è venuto a collocare l'orientamento espresso dalla Commissione europea nel Piano d'azione per la modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario del 2012, in cui essa – riproponendo una riflessione sul tema a distanza di alcuni anni – ha evidenziato l'opportunità di incentivare gli investimenti di lungo periodo degli azionisti, individuando fra gli strumenti più indicati a tal fine le azioni a voto multiplo e le cd. *loyalty shares* (i.e. azioni che attribuiscono diritti di voto più che proporzionali a colui che le detiene per un certo arco di tempo)<sup>72</sup>. È indubbio, quindi, che gli orientamenti espressi dalle istituzioni dell'Unione europea e in particolare dalla Commissione abbiano costituito un forte stimolo per il legislatore italiano ai fini dell'introduzione delle azioni a voto plurimo.

Quanto poi alle altre due ragioni (di rilevanza più italiana che europea) sottese alla novella del 2014, in primo luogo essa è venuta incontro alla fondamentale esigenza di favorire i sempre auspicati processi di patrimonializzazione delle società, incentivandone l'apertura al mercato finanziario<sup>73</sup>. In secondo luogo ma non meno importante, la riforma dell'art. 2351, comma 4, c.c., ha risposto alla necessità ormai avvertita da tempo di evitare la soccombenza dell'Italia, in sede di *forum shopping*, rispetto ad altri ordinamenti ben più permissivi e, quindi,

<sup>71</sup> A. POMELLI, *op. cit.*, 549.

<sup>72</sup> M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, 933.

<sup>73</sup> P. ABBADESSA, *op. cit.*, *ibidem*. Sul punto v. anche M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, 935, il quale sottolinea che l'introduzione delle azioni a voto plurimo è servita a «garantire la continuità d'impresa cercando, al contempo, di attrarre possibili investimenti da parte di soci-finanziatori».



maggiormente capaci di attrarre capitali stranieri<sup>74</sup>.

## 6. Campo di applicazione, emissione e particolari questioni applicative

L'emissione di azioni a voto multiplo da parte delle non quotate comunque può essere prevista essenzialmente in due ordini di ipotesi: la costituzione della società e la modifica dello statuto. Il primo caso non desta particolari problematiche, poiché in tale circostanza tutti gli azionisti esprimono *ab origine* il proprio consenso a che soltanto alcuni soci divengano titolari di azioni dotate di un maggiore potere di voto rispetto alle altre (ordinarie o a voto «non pieno»)<sup>75</sup>. Sempre in tale ipotesi, inoltre, nulla osterebbe all'introduzione nello statuto di una specifica clausola attraverso cui l'emissione venga delegata agli amministratori e realizzata mediante un successivo aumento di capitale sociale, nel rispetto dell'art. 2443 c.c.<sup>76</sup>.

Quanto poi alla seconda circostanza considerata, essa si concretizza nell'approvazione di un'apposita delibera di modifica dello statuto, che introduca espressamente una clausola legittimante l'emissione di azioni a voto plurimo da parte della società. Tale delibera deve essere approvata da parte dell'assemblea straordinaria ai sensi dell'art. 2365 c.c. e i *quorum* da rispettare sono quelli normalmente previsti per tale assemblea dagli art. 2368 e 2369 c.c.<sup>77</sup>; non può trovare applicazione, invece, il *quorum* speciale previsto dall'art. 2369, comma 5,

<sup>74</sup> Così P. ABBADESSA, *op. cit.*, *ibidem*, il quale evidenzia come in Olanda e negli USA nel settore *high tech* le azioni a voto plurimo hanno costituito un fattore essenziale affinché i soci fondatori decidessero di aprirsi al mercato collocando azioni ordinarie. Sul punto si veda pure N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo*, cit., 6 e ss., il quale sottolinea come due delle più importanti IPO dell'ultimo decennio (*i.e.* Google nel 2004 e Facebook nel 2012) siano state realizzate grazie alla garanzia per i soci fondatori di preservare il controllo della società rappresentata dalle azioni a voto plurimo.

<sup>75</sup> M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, 935.

<sup>76</sup> P. ABBADESSA, *op. cit.*, 6. Se si accoglie questa tesi è corretto affermare che la delega «dovrebbe opportunamente dettagliare la futura emissione di azioni a voto plurimo, ossia dovrebbe definire l'esatto ammontare (o l'ammontare massimo) dell'aumento di capitale e delle azioni in cui dovrebbe essere suddiviso (e se tutte, o solo alcune di esse, siano dotate di voto plurimo), le modalità e i criteri di determinazione del prezzo di emissione, il numero di voti (maggiore di uno, ma non superiore a tre) derivante da tali azioni speciali, le eventuali modalità di adozione di detta decisione di aumento delegato del capitale sociale nonché la tempistica per l'esercizio della delega» (così M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, 936). In senso contrario v. G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, 515, nt. 27.

<sup>77</sup> In prima convocazione, con il voto favorevole di tanti soci che rappresentino più della metà del capitale sociale; e, in seconda convocazione, in presenza del *quorum* costitutivo pari a oltre 1/3 del capitale sociale, con il *quorum* deliberativo pari, ove non sia raggiunto il voto favorevole di oltre la metà del capitale sociale, ad almeno i 2/3 del capitale rappresentato in assemblea.

c.c., che è espressamente riferito all'emissione delle azioni di cui al secondo comma dell'art. 2351 c.c., ossia delle azioni a voto «non pieno»<sup>78</sup>. A questo proposito fra l'altro occorre sottolineare che, per le sole s.p.a. risultanti iscritte nel registro delle imprese alla data del 31 agosto 2014, il decreto competitività ha modificato l'art. 212 disp. att. c.c. a tutela delle minoranze azionarie, prevedendo dei *quorum* deliberativi più elevati fin dalla prima convocazione: per la modifica dello statuto funzionale all'emissione di azioni a voto plurimo è richiesto, infatti, il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea, e non quello comune della metà del capitale sociale<sup>79</sup>.

Nell'eventualità in cui si proceda, dunque, all'emissione di azioni a voto plurimo in sede di aumento di capitale sociale va senz'altro riconosciuto il diritto di opzione ai soci in proporzione al numero di azioni possedute, nonché ai titolari di obbligazioni convertibili sulla base del rapporto di cambio, ai sensi dell'art. 2441, comma 1, c.c.. Il principio di parità di trattamento che anima tale disposizione, infatti, pur confliggendo apparentemente con la funzione esercitata dalle azioni a voto multiplo di creare una cerchia di azionisti «forti», da un lato è strumentale a garantire la monetizzazione del valore patrimoniale del diritto di opzione per i soci non interessati a sottoscrivere l'aumento di capitale, e dall'altro consente a tutti gli azionisti di preservare il controllo della società in ipotesi di una sua apertura al mercato dei capitali mediante un'offerta iniziale al pubblico<sup>80</sup>. Tematica strettamente connessa alla seguente, poi, è quella relativa alla possibilità di escludere o limitare il diritto di opzione: la dottrina propende per la soluzione positiva, a patto che ricorrano le condizioni prescritte dall'art. 2441 c.c. (e.g. lo

<sup>78</sup> P. ABBADESSA, *op. cit.*, 5.

<sup>79</sup> A. BUSANI e M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, 1055; muove rilievi critici verso la *ratio* della disposizione in esame P. ABBADESSA, *op. cit.*, 6, il quale, ridimensionandone fortemente l'effettività, evidenzia che «il legislatore non si è avveduto che, rapportando la percentuale necessaria per l'approvazione della delibera al capitale *rappresentato* in assemblea, l'incremento dei voti necessari per l'approvazione della delibera rispetto all'ordinario (50% del capitale sociale) si realizza solo nel caso in cui si presentino al voto soci in misura superiore al 75% del capitale sociale, laddove, nel caso in cui l'affluenza sia più bassa, l'effetto darà quello non dell'aumento, ma della riduzione dei consensi necessari (effetto in apparente contrasto con l'intento del legislatore, salvo a ritenere che il reale obiettivo di questi fosse quello di offrire protezione ai soci dissenzienti purché *attivi* e, dunque, presenti in assemblea)».

<sup>80</sup> P. ABBADESSA, *op. cit.*, 6.

esige l'interesse della società)<sup>81</sup>.

Passando all'analisi del diritto di recesso, è affermazione pacifica che questo vada riconosciuto ai soci che non abbiano concorso alla delibera di modifica statutaria funzionale all'emissione di azioni a voto plurimo<sup>82</sup>: quest'ultima infatti rientra senza dubbio nelle delibere aventi ad oggetto le «modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto e di partecipazione» indicate dall'art. 2437, comma 1, lett. g) c.c.. Alla soluzione opposta, tuttavia, giunge parte della dottrina (e della giurisprudenza)<sup>83</sup> nell'ipotesi specifica in cui le nuove azioni a voto plurimo vengano offerte in opzione a tutti gli azionisti e a parità di condizioni: in tal caso infatti ognuno dei soci, sottoscrivendo la quota di propria competenza, potrebbe porsi al riparo dagli «effetti diluitivi» dell'aumento<sup>84</sup>. Non vi è uniformità di vedute, infine, relativamente alla disciplina applicabile nella (alquanto improbabile) ipotesi di semplice modifica statutaria non accompagnata dall'emissione di nuove azioni a voto multiplo: da un lato vi è chi sostiene che debba essere garantito il diritto di *exit* ai soci, sul rilievo che non sembra possibile escludere tale evento da quelli annoverati nell'articolo citato<sup>85</sup>; dall'altro vi è chi dubita di ciò, sottolineando che la deliberazione in questione riguarderebbe i diritti di voto solo in astratto, non essendo tuttavia idonea ad incidere in concreto sugli stessi<sup>86</sup>.

Ulteriore tematica connessa alla disciplina del *multiple voting* è costituita dalla possibilità di conversione delle azioni ordinarie in azioni a voto plurimo, che può avvenire essenzialmente attraverso due modalità: l'attribuzione del diritto di

<sup>81</sup> A. BUSANI e M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, *ibidem*; P. ABBADESSA, *op. cit.*, 7. La possibilità di escludere o limitare il diritto di opzione è, invece, espressamente esclusa dal legislatore nell'ipotesi di aumento del capitale deliberato da parte di una società quotata, ai sensi dell'art. 127-sexies, comma 2, lett. a), T.U.F.

<sup>82</sup> P. ABBADESSA, *op. cit.*, 7. Sul punto v. M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, 938, il quale sottolinea giustamente che «Come noto, il principio maggioritario (per effetto del quale il volere della minoranza viene sottomesso a quello della maggioranza), valevole, post-riforma del 2003, anche per introdurre modifiche statutarie incidenti sui diritti di voto e di partecipazione dei singoli soci, trova un contrappeso nel diritto del socio non consenziente a farsi liquidare, in tutto o in parte, le sue azioni e, in tal modo, ad annullare (o a ridurre) il suo profilo di rischio connesso all'investimento effettuato nel capitale della società in questione».

<sup>83</sup> App. Brescia, 2 luglio 2014, in *Giur. comm.*, II, 1055 e ss.

<sup>84</sup> P. ABBADESSA, *op. cit.*, *ibidem*.

<sup>85</sup> M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, 938.

<sup>86</sup> N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo*, cit., 16; nello stesso senso si esprime P. ABBADESSA, *op. cit.*, 8.

conversione a tutte le azioni ovvero soltanto a determinate categorie azionarie o addirittura a singoli azionisti. Il primo caso non desta particolari dubbi di legittimità e si caratterizza di fatto per essere propedeutico ad una successiva raccolta di capitale di rischio, da realizzarsi mediante il collocamento di azioni ordinarie<sup>87</sup>. Con riguardo alla seconda fattispecie di conversione, invece, la dottrina risulta divisa in due: da un lato vi è chi sostiene che il principio di parità di trattamento dei soci, sancito a livello europeo dall'art. 42 della Direttiva n.1977/91, escluda in radice la possibilità di convertire in azioni a voto plurimo alcune categorie preesistenti o le azioni possedute da specifici azionisti<sup>88</sup>; d'altro canto vi è chi ammette la validità di siffatta conversione, a condizione però che la relativa delibera venga assunta all'unanimità<sup>89</sup>.

A conclusione di questa breve rassegna delle principali questioni applicative, va notato come in presenza di azioni a voto multiplo – e, in realtà, più in generale di azioni a voto quantitativamente «diverso» – non si possa sostenere ragionevolmente che il procedimento di determinazione dei *quorum* assembleari segua il suo *iter* ordinario. Ciò risulta evidente con riguardo all'individuazione della base di calcolo, che deve avvenire non mediante il riferimento all'ordinario parametro del «numero delle azioni», ma piuttosto al diverso criterio del «numero dei voti» ad esse spettanti. Il che significa che in presenza di azioni a voto diverso: quando la base di calcolo è costituita dal capitale totale si deve prendere a riferimento non il numero delle azioni emesse al momento dell'assemblea, ma quello dei voti spettanti alle azioni emesse; quando invece la base di calcolo è data dal capitale rappresentato, si deve prendere a riferimento non il numero di azioni intervenute, ma il numero dei voti spettanti alle azioni intervenute<sup>90</sup>.

<sup>87</sup> P. ABBADESSA, *op. cit.*, *ibidem*.

<sup>88</sup> N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo*, cit., 15.

<sup>89</sup> P. ABBADESSA, *op. cit.*, *ibidem*.

<sup>90</sup> Cons. Not. Milano, *Massima* n.144 (19-05-2015), reperibile sul sito <http://www.consigionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/144.aspx>.

## 7. Differenze sostanziali fra multiple voting shares e loyalty shares

Merita di essere analizzata, infine, una particolare forma di potenziamento del diritto di voto circoscritta alle sole società con azioni quotate, parimenti introdotta dal legislatore del 2014, che prende il nome di maggiorazione del voto e che non va confusa con le azioni a voto plurimo. Tale istituto, infatti, solo prima facie può ricordare il voto multiplo, ma in realtà si differenzia fortemente da quest'ultimo per ragioni di carattere sia strutturale che funzionale.

Il primo comma dall'art. 127-*quinquies* T.U.F., in particolare, prevede che «gli statuti possono disporre che sia attribuito un voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi». È, quindi, la soddisfazione di un ben preciso requisito soggettivo, ossia il mantenimento dell'investimento azionario per un determinato arco di tempo<sup>91</sup>, a realizzare l'accrescimento del potere di voto, che così viene a configurarsi come un premio per la fedeltà dei soci di lungo corso: trattasi evidentemente, sotto il profilo comparatistico, di un istituto costruito sul modello delle cd. loyalty shares (o actions de loyauté)<sup>92</sup>.

Orbene, in primo luogo va sottolineato che mentre le azioni a voto plurimo costituiscono una speciale categoria azionaria, altrettanto non può dirsi per le azioni a voto maggiorato che per espressa previsione normativa non danno luogo ad alcuna categoria di azioni<sup>93</sup>. Esse piuttosto, com'è stato correttamente

<sup>91</sup> G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corriere giuridico*, 2015, II, 153 e ss.

<sup>92</sup> In tal senso si esprimono *ex multis*: N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo*, cit., *ibidem*; M. BIONE, *Il principio della corrispondenza*, cit., *ibidem*; A. BUSANI e M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, 1049; C.F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giur. comm.*, 2015, V, pag. 779 e ss.; R. GUGLIEMMETTI, *Il voto maggiorato alla luce delle ultime novità del Decreto Competitività*, 2014, reperibile sul sito <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/societa/il-voto-maggiorato-alla-luce-delle-ultime-novita-del-decreto-competitivita>; E. LA MARCA, *Azioni(sti) con voto maggiorato: primi spunti*, in *I battelli del Reno*, Bari, 2014, 3; E. MARCHISIO, *La "maggiorazione del voto" (art. 127-quinquies, t.u.f.): récompense al socio "stabile" o trucage del socio di controllo?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, 78; B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 476 e ss.; I. POLLASTRO, *Voto plurimo e voto maggiorato: prime considerazioni su ricadute e prospettive*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2015, II, 55; M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, 922; M. VENTUROZZO, *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 512 e ss.

<sup>93</sup> Recita infatti l'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».

osservato, rappresentano la conseguenza dell'introduzione di un'apposita clausola statutaria, che ha l'effetto di modificare la regola ordinaria di attribuzione del voto ai soci e di sostituirla con una regola alternativa<sup>94</sup>. In altri termini la maggiorazione del diritto di voto è connessa non all'azione in sé ma alla persona dell'azionista e alla durata del possesso azionario, per cui essa spetta, a parità di condizioni, a tutti gli azionisti che la «meritano», e non solo a quelli titolari di talune azioni<sup>95</sup>. Da ciò ne consegue che le azioni a voto maggiorato non intaccano il divieto di emissione di azioni a voto plurimo tutt'oggi gravante sulle società quotate, in quanto non si tratta di titoli speciali ma di un beneficio accordato al titolare delle azioni ordinarie in funzione della sua protratta permanenza nel capitale sociale. Da questo angolo visuale, inoltre, palese è l'analogia fra le clausole *de quibus* e quelle di tetto massimo e voto scalare previste dal terzo comma dell'art. 2351 c.c., che di norma non danno vita a categorie azionarie ma a sistemi alternativi di ripartizione del voto<sup>96</sup>. Alla pari di queste ultime, infatti, le clausole di maggiorazione del voto non incidono sul contenuto oggettivo dell'azione, ma piuttosto legano il potenziamento del voto alla situazione personale del socio. A conferma di ciò l'art. 127-*quinquies*, comma 3, T.U.F., prevede che la cessione dell'azione a titolo oneroso o gratuito ovvero la cessione di partecipazioni di controllo in società o enti che detengono azioni a voto maggiorato in misura superiore al 3% del capitale (o al 5% in caso di PMI) comporta la perdita del beneficio della maggiorazione<sup>97</sup>. È corretto concluderne, dunque, che le azioni a voto maggiorato non realizzano una deviazione stabile dal principio di proporzionalità, ma soltanto potenziale o

<sup>94</sup> S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO e N. LINCiano, *op. cit.*, 52.

<sup>95</sup> M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, 944.

<sup>96</sup> Giova sottolineare, inoltre, che le medesime considerazioni effettuate a proposito della «limitazione» del contingentamento e dello scaglionamento del voto a una specifica categoria azionaria sono riproponibili in tema di maggiorazione del voto. La dottrina che dal 2014 ha affrontato questa peculiare questione, d'altra parte, si è espressa essenzialmente a favore della possibilità di creare un'autonoma categoria di azioni «a voto maggiorato»; sul punto v. AA.VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, ed. Giappichelli, Torino, 2016, 6; nonché E. LA MARCA, *op. cit.*, 4, secondo cui tale facoltà risulterebbe confermata indirettamente dall'art. 127-*sexies*, comma 2, T.U.F., che stabilisce, per le sole società quotate che abbiano emesso azioni a voto plurimo anteriormente alla quotazione in borsa, il divieto di prevedere nello statuto ulteriori maggiorazioni del diritto di voto «a favore di singole categorie di azioni né ai sensi dell'articolo 127-*quinquies*».

<sup>97</sup> Cfr. art. 127-*quinquies*, comma 3, T.U.F.

eventuale, e anche per questo si differenziano dalla categoria speciale delle azioni a voto multiplo<sup>98</sup>.

Autorevole dottrina ha sottolineato, poi, che il voto maggiorato – proprio in virtù del suo inquadramento sistematico – sarebbe sottoposto a una disciplina di particolare favore rispetto alle azioni a voto plurimo<sup>99</sup>, essenzialmente sulla base di due fattori: da un lato la riduzione del quorum deliberativo per l'approvazione della delibera con cui si introduce il meccanismo della maggiorazione del voto<sup>100</sup>; dall'altro l'esclusione del diritto di recesso per i soci che non prestano il proprio consenso alla menzionata delibera ai sensi dell'art. 127-*quinquies*, comma 6, T.U.F.<sup>101</sup> Ciò che è certo, comunque, è che a differenza delle azioni a voto plurimo le *loyalty shares* italiane sono sottoposte a una disciplina particolareggiata, il cui nucleo è costituito non solo dall'art. 127-*quinquies* T.U.F. ma anche dall'art. 143-*quater* del regolamento emittenti della Consob contenente disposizioni attuative<sup>102</sup>.

<sup>98</sup> Così M. BIONE, *Il principio della corrispondenza*, cit., *ibidem*, il quale allarga il discorso al principio di corrispondenza fra potere e rischio nell'impresa e afferma che la deviazione da quest'ultimo determinata dalla maggiorazione del voto è semplicemente «occasionale e transeunte, come tale inidonea a dar vita a quel controllo stabile e non condizionato da eventi esterni che può ottenersi soltanto attraverso l'emissione di una categoria speciale di azioni».

<sup>99</sup> In tal senso si esprimono: N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo*, cit., 16; I. POLLASTRO, *op. cit.*, 57.

<sup>100</sup> Sul punto v. A. BUSANI e M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, 1057, nt. 23, i quali sottolineano che le deliberazioni di modifica dello statuto con cui viene introdotto il voto maggiorato (votate entro il 31 gennaio 2015 da società quotate iscritte nel registro delle imprese al momento di entrata in vigore della legge di conversione del D.L. n.91/2014) potranno essere assunte con il voto favorevole della semplice maggioranza del capitale rappresentato in assemblea, in luogo dei due terzi dello stesso (fermo restando l'applicabilità dei diversi *quorum* costitutivi previsti dal codice civile).

<sup>101</sup> Sul punto v. I. POLLASTRO, *op. cit.*, *ibidem*, la quale sottolinea argutamente che «L'unico motivo che parrebbe poter logicamente giustificare tale esclusione è che le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione di cui al comma 1, punto g, dell'art 2437, c.c., nel caso delle azioni a voto maggiorato, non sono stabili, né permanenti: esse dipendono, infatti, dalla decisione dei singoli azionisti, di detenere o meno la partecipazione per un periodo di tempo superiore ai 24 mesi; quand'anche ciò avvenisse, e si verificasse la maggiorazione del voto, la stessa potrebbe venire poi meno in seguito alla vendita delle azioni sul mercato». L'autrice asserisce, tuttavia, che tale motivazione risulta insufficiente ad escludere il diritto di *exit* per gli azionisti non consenzienti, che comunque subiscono un «potenziale pregiudizio economico» che si concretizzerebbe in un minor ricavo dalla vendita sul mercato della propria partecipazione sociale. Se viceversa fosse riconosciuto il diritto di recesso, il valore della liquidazione andrebbe determinato, ai sensi del art. 2347-*ter*, comma 3, c.c., facendo esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero la ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso, con evidente maggiore salvaguardia della situazione patrimoniale dell'azionista non consenziente.

<sup>102</sup> Per una disamina dei principali profili di disciplina della maggiorazione del voto v. *ex multis* G.

Infine, è opportuno segnalare un'ulteriore fondamentale differenza, attinente alla dimensione funzionale. Da un lato, infatti – come è stato più volte evidenziato – le *multiple voting shares* mirano a fornire un ulteriore strumento alle imprese per raccogliere nuove risorse nel mercato dei capitali e, conseguentemente, incentivare la crescita del sistema economico nel suo complesso<sup>103</sup>. Le azioni a voto maggiorato, invece, sono concepite come strumento attraverso cui garantire il mantenimento degli investimenti azionari di lungo termine e di conseguenza la stabilità degli indirizzi gestionali dell'impresa<sup>104</sup>.

*De iure condito*, ad ogni modo, resta preclusa la possibilità di «cumulare» *loyalty shares* e azioni a voto plurimo, come si desume dall'art. 127-sexies, comma 3, T.U.F., secondo cui in caso di mantenimento di azioni a voto multiplo (emesse anteriormente alla quotazione) gli statuti non possono prevedere ulteriori maggiorazioni del diritto di voto. A fondamento di questo peculiare divieto di cumulo si colloca, infatti, l'esigenza di impedire che l'utilizzo congiunto di questi due strumenti, magari da parte dei medesimi soci, conduca ad una concentrazione eccessiva di potere nelle loro mani e, quindi, al predominio di un gruppo minoritario di azionisti all'interno della società<sup>105</sup>.

---

GUIZZI, *op. cit.*, *ibidem*.

<sup>103</sup> A. BUSANI e M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, 1058.

<sup>104</sup> A. BUSANI e M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, *ibidem*, i quali evidenziano che tale istituto risulta ispirato dalla medesima filosofia che ha caratterizzato l'introduzione, di poco antecedente, della cd. maggiorazione del dividendo, ossia di quel meccanismo premiale della fedeltà dell'azionista (previsto dall'art. 127-quater, T.U.F.) che questi ottiene al ricorrere di determinate circostanze legate alla persona dell'azionista stesso, tra cui la continuativa titolarità delle azioni per almeno un anno. Sostanzialmente negli stessi termini si esprime P. ABBADESSA, *op. cit.*, *ibidem*.

<sup>105</sup> P. ABBADESSA, *op. cit.*, 11.