

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II

DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA
TESI DI DOTTORATO DI RICERCA
IN DIRITTO DELLE PERSONE, DELLE IMPRESE E DEI MERCATI
Ciclo XXX

Le azioni a voto plurimo

Tutor:
Ch.mo Prof. Massimo Miola
Coordinatore:
Ch.mo Prof. Enrico Quadri

Candidata:
Dott.ssa Marta Russo



ANNO ACCADEMICO 2016/2017

INDICE

CAPITOLO I

AZIONI A VOTO PLURIMO, DEROGHE ALLA PROPORZIONALITÀ DEL VOTO E PRINCIPI REGOLATORI DELLA SOCIETÀ PER AZIONI

1. L'introduzione del voto più che proporzionale nell'ordinamento italiano e le finalità dell'istituto: impostazione dell'indagine.....	7
2. L'evoluzione del voto plurimo negli ordinamenti statunitensi ed europei: una spinta all'adeguamento della legislazione nazionale.....	13
2.1 L'esperienza statunitense.....	14
2.2 Il ruolo assolto dalla Commissione Europea e dalla legislazione di taluni Stati Membri nell'opera di adeguamento dell'ordinamento italiano alla disciplina del voto plurimo.....	17
3. Il rapporto tra diritto di voto e posizioni di controllo nella società da parte dei soci: l'incidenza delle azioni a voto plurimo su quest'ultimo.....	23
3.1 La diffusione delle azioni a voto plurimo: l'inquadramento tra gli strumenti di rafforzamento del controllo e sue configurazioni	23
3.2 Definizione di controllo ed impatto del voto plurimo sull'art. 2359 c.c.	26
3.3 L'impiego delle azioni a voto plurimo nei sistemi " <i>dual class shares</i> " structures.....	30
4. L'incidenza delle azioni a voto plurimo sulla proporzionalità tra diritto di voto ed azione: l'abbandono del principio "un'azione un voto" e la spinta verso l'affermazione di un principio di non proporzionalità.....	35
4.1 " <i>One share one vote</i> ": un principio universale?	35
4.2 La regola "un'azione un voto" nel diritto interno: dalla sua affermazione come principio alla progressiva erosione per il tramite delle riforme che hanno interessato il diritto di voto.....	42
4.3 Il voto plurimo quale voto non proporzionale: la possibilità di derogare al principio "un'azione un voto" attraverso l'affermazione di un "principio" di non proporzionalità del voto.....	50
5. Il principio della correlazione proporzionale tra rischio d'impresa e potere di gestione: profili introduttivi.....	57
6. Il principio della correlazione tra rischio e potere alla luce della riforma del 2003: prime rotture alla sua stabilità	63
6.1. L'indagine sulla facoltà dell'istituto delle assegnazioni di azioni in misura non proporzionale ai conferimenti e di talune categorie speciali di azioni di derogare al principio di correlazione tra rischio e potere.....	68
7. Effetti dell'introduzione del voto più che proporzionale sulla correlazione tra rischio e potere.....	75

7.1. Un'ulteriore spunto di riflessione intorno al voto plurimo ed all'erosione da esso apportata al principio di correlazione proporzionale tra rischio e potere.....	83
--	----

CAPITOLO II

L'EVOLUZIONE DELLA DISCIPLINA DELLE AZIONI A VOTO PLURIMO

1. L'evoluzione storica delle azioni a voto plurimo: le ragioni che ne hanno favorito la diffusione nella prima metà del novecento.....	87
2. Il dibattito in dottrina e giurisprudenza sull'ammissibilità delle azioni a voto plurimo conseguenza del vuoto normativo sulla fattispecie.....	93
3. Le azioni a voto plurimo nei progetti di riforma del Codice del Commercio.....	102
4. La sorte delle azioni a voto plurimo all'indomani dell'entrata in vigore del codice civile.....	106
5. Il <i>favor</i> del legislatore verso il voto più che proporzionale: la recente riforma sul voto plurimo e maggiorato.....	113
5.1 I tratti salienti della diversa fattispecie del voto maggiorato.....	116

CAPITOLO III

PROFILI APPLICATIVI SULL'INTRODUZIONE E REGOLAMENTAZIONE DELLE AZIONI A VOTO PLURIMO

1. L'inquadramento della fattispecie e natura giuridica.....	122
1.2 I profili caratterizzanti delle azioni a voto plurimo.....	128
2. Le tipologie di azioni a voto plurimo e l'autonomia statutaria.....	130
2.1 Le fattispecie tipiche di azioni a voto plurimo ed i margini di operatività dell'autonomia statutaria.....	131
2.2 Autonomia statutaria, voto plurimo e clausole di tetto massimo e voto scaglionato: il rapporto tra i commi terzo e quarto dell'art. 2351 c.c.	137
2.3 Autonomia statutaria e voto plurimo: le possibili fattispecie che esulano dal dettato dell'art. 2351 c.c.	142
3. L'emissione di azioni a voto plurimo: modalità.....	146
3.1 L'aumento oneroso e gratuito del capitale sociale.....	147
3.2 La conversione delle azioni già emesse in azioni a voto plurimo.....	154
4. I <i>quorum</i> deliberativi per l'emissione di azioni a voto plurimo.....	158
5. Azioni a voto plurimo e società quotate: profili di disciplina in materia di OPA.....	164

CAPITOLO IV

I RIFLESSI DEL VOTO PLURIMO SULLA COMPAGINE SOCIALE: POSIZIONI DI CONTROLLO, TUTELA DELLE MINORANZE ED EFFETTI DELLA MOLTIPLICAZIONE DEL VOTO SUGLI ALTRI DIRITTI SOCIALI

1. Il limite massimo di tre voti per ciascuna azione: verso l'individuazione di una nuova soglia limite del controllo?	169
2. L'esigenza di tutela delle minoranze in caso di emissione di azioni a voto plurimo: le possibili soluzioni.....	175
2.1 L'esposizione dei profili distintivi della tutela delle minoranze sul tema.....	175
2.2 Le proposte in ordine alle concrete fattispecie di tutela delle minoranze.....	179
3. La determinazione dei <i>quorum</i> costitutivi e deliberativi in presenza di azioni a voto plurimo.....	185
3.1 L'illustrazione della problematica.....	185
3.2 La regolamentazione dei <i>quorum</i> da parte dell'autonomia privata: le soluzioni avanzate in dottrina.....	190
3.3 Gli effetti che l'esigenza di tutela delle minoranze può generare sulla determinazione dei <i>quorum</i> costitutivi e deliberativi.....	194
4. La tematica del diritto di recesso in caso di emissione di azioni a voto plurimo.....	197
4.1 Gli orientamenti della dottrina.....	198
4.2 Il diritto di opzione quale possibile tutela dell'azionista di minoranza dall'introduzione del voto plurimo mediante aumento oneroso del capitale sociale.....	206
4.3 Uno sguardo alla giurisprudenza in tema di modifica dei <i>quorum</i> deliberativi ed esercizio del diritto di recesso.....	211
5. L'incidenza del voto plurimo sull'esercizio dei diritti amministrativi attribuiti a minoranze qualificate: spunti di riflessione.....	215
BIBLIOGRAFIA.....	218
INDICE DELLA GIURISPRUDENZA.....	233

CAPITOLO I

Azioni a voto plurimo, deroghe alla proporzionalità del voto e principi regolatori della società per azioni

Sommario: 1. L'introduzione del voto più che proporzionale nell'ordinamento italiano e le finalità dell'istituto: impostazione dell'indagine – 2. L'evoluzione del voto plurimo negli ordinamenti statunitensi ed europei: una spinta all'adeguamento della legislazione nazionale – 2.1 L'esperienza statunitense – 2.2 Il ruolo assolto dalla Commissione Europea e dalla legislazione di taluni Stati Membri nell'opera di adeguamento dell'ordinamento italiano alla disciplina del voto plurimo – 3. Il rapporto tra diritto di voto e posizioni di controllo nella società da parte dei soci: l'incidenza delle azioni a voto plurimo su quest'ultimo – 3.1 La diffusione delle azioni a voto plurimo: l'inquadramento tra gli strumenti di rafforzamento del controllo e sue configurazioni – 3.2 Definizione di controllo ed impatto del voto plurimo sull'art. 2359 c.c. — 3.3 L'impiego delle azioni a voto plurimo nei sistemi “dual class shares” structures – 4. L'incidenza delle azioni a voto plurimo sulla proporzionalità tra diritto di voto ed azione: l'abbandono del principio “un'azione un voto” e la spinta verso l'affermazione di un principio di non proporzionalità – 4.1 “One share one vote”: un principio universale? – 4.2 La regola “un'azione un voto” nel diritto interno: dalla sua affermazione come principio alla progressiva erosione per il tramite delle riforme che hanno interessato il diritto di voto – 4.3 Il voto plurimo quale voto non proporzionale: la possibilità di derogare al principio “un'azione un voto” attraverso l'affermazione di un “principio” di non proporzionalità del voto – 5. Il principio della correlazione proporzionale tra rischio d'impresa e potere di gestione: profili introduttivi – 6. Il principio della correlazione tra rischio e potere alla luce della riforma del 2003: prime rotture alla sua stabilità – 6.1. L'indagine sulla facoltà dell'istituto delle assegnazioni di azioni in misura non proporzionale ai conferimenti e di talune categorie speciali di azioni di derogare al principio di correlazione tra rischio e potere – 7. Effetti dell'introduzione del voto più che proporzionale sulla correlazione tra rischio e potere – 7.1 Un'ulteriore spunto di riflessione intorno al voto plurimo ed all'erosione da esso apportata al principio di correlazione proporzionale tra rischio e potere

1. L'introduzione del voto più che proporzionale nell'ordinamento italiano e le finalità dell'istituto: impostazione dell'indagine

Il d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito in l. 11 agosto 2014 n. 116, cd. decreto competitività, abrogando il quarto comma dell'art. 2351 c.c. ed introducendo, tra l'altro, l'art. 127- *quinquies* t.u.f., ha consentito l'emissione di azioni a voto plurimo nelle società chiuse ed il voto maggiorato in quelle quotate, facendo guadagnare all'autonomia statutaria ampio spazio nel disciplinare il diritto di voto, ancor di più rispetto a quanto non fosse già stato fatto in passato per il tramite delle altre riforme che hanno riguardato la materia¹.

Le ragioni dell'introduzione di tali istituti, che emergono, sommariamente, nella relazione di accompagnamento al d.l. 91/2004, spaziano dal contesto di misure di semplificazione che agevolano la quotazione in borsa, alla garanzia sul mantenimento del controllo laddove, sia aumentata la dimensione del flottante in sede di offerta al pubblico iniziale delle azioni finalizzata alla quotazione².

Invero, taluno³ ha acutamente osservato che la citata relazione al decreto in realtà parrebbe riecheggiare le considerazioni sollevate da esponenti della Divisione Studi della Consob in uno studio sul tema del voto multiplo⁴, antecedente l'entrata in vigore della riforma in esame, sugli effetti che potrebbero derivare, in termini di vantaggi e costi, dall'introduzione nell'ordinamento della moltiplicazione del voto, sia nella forma delle categorie speciali di azioni che nella veste delle *loyalty shares*, in quest'ultimo caso mediante una clausola statutaria che determina a favore della generalità dei soci l'incremento del numero di voti in

¹ La previsione del voto maggiorato con riferimento alle società quotate in mercati regolamentati, invero, era già contemplata dall'originaria formulazione del decreto legge (art. 35), diversamente a dirsi per le azioni a voto plurimo la cui creazione da parte degli statuti delle società non quotate è stata ponderata ed attuata solo in sede di conversione.

² Così alla Relazione n. 1541, Atti parlamentari, Senato della Repubblica, n. 1541, 32.

³ G. FERRARINI, *Voto plurimo e voto maggiorato tra autonomia statutaria e principio di proporzionalità*, in *Regole del mercato e mercato delle regole*, a cura di G. Carcano, C. Mosca, M. Ventoruzzo, Milano, 2016, 243.

⁴ Il riferimento è a S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D'ERAMO – N. LINCiano, *La deviazione dal principio "un'azione un voto" e le azioni a voto plurimo*, in *Quaderni Giuridici Consob*, reperibile in www.consob.it, gennaio 2014.

funzione del tempo di detenzione delle azioni ordinarie, attraverso cui si esplica il voto maggiorato.

Da detto studio, così come dalla più ampia letteratura sviluppatasi sul tema anche successivamente all'introduzione di detti istituti, è emerso che le finalità perseguibili mediante l'impiego del voto plurimo nelle società di diritto interno sono rappresentate, oltre che da un più agevole incentivo delle società chiuse a quotarsi, anche dall'offrire più efficienti operazioni di ricapitalizzazione, affiancate da vincoli e presidi a tutela dei soci di minoranza; nonché, dalla maggiore facilità nella formazione di posizioni di controllo da parte degli azionisti fondatori, i quali, attraverso la titolarità di azioni a voto plurimo, potrebbero mantenere la direzione della società e, contestualmente, smobilizzare la ricchezza corrispondente alle azioni a questo punto non più necessarie ai fini del controllo, così diversificando i propri investimenti senza impiego di nuove risorse⁵.

Le predette funzioni, che dovrebbero essere assolte dall'applicazione del voto più che proporzionale anche nel diritto interno, da una parte si presentano più correttamente come un auspicio, una previsione sui risultati dell'impiego del voto plurimo nel nostro ordinamento, che discendono dalla trasposizione delle analisi che gli studiosi della fattispecie hanno condotto in relazione agli Stati che per primi hanno fatto ricorso a tale istituto. Dall'altra, potrebbero anche risolversi in un'elencazione riduttiva, proprio a causa della circostanza che il maggiore uso del voto plurimo negli altri ordinamenti è avvenuto con riguardo a società quotate nei

⁵ Cfr., *ex multis*, S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D'ERAMO – N. LINCIANO, cit., 52 s., 57; B. MASSELLA DUCCHI TERI, *Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e "loyalty shares" all'italiana*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 470 ss.; M. CIAN, *Capitale, proprietà, controlli: un nuovo "restyling" per le società di capitali (in margine alle modifiche al codice civile introdotte dal d. l. n. 91/2014, conv. con L. n. 116/2014)*, in *Studium iuris*, 2014, 1258; AA. VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016; C. F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, 779; M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, 491; I. POLLASTRO, *Voto plurimo e voto maggiorato: prime considerazioni su ricadute e prospettive*, in *NDS*, 2015, n. 2, 43; F. TASSINARI, *Le azioni a voto plurimo nelle società non quotate: convenienze nell'utilizzo e ipotesi di clausole*, in *Società e Contratti. Bilancio e Revisione*, 2014, 6; P. MONTALENTI, *Voto maggiorato e voto plurimo: prime riflessioni*, in *NDS*, 2015, 9 ss.

mercati regolamentati, mentre nel diritto interno esso potrebbe godere di un impiego di più ampio respiro: si consideri, ad esempio, il *favor* che potrebbero nutrire verso le azioni a voto plurimo quelle società che non intendano fare ricorso al mercato del capitale di rischio, ma semplicemente garantire ai soci fondatori il consolidamento del controllo della gestione nelle proprie mani, senza soffrire gli effetti spesso dispersivi del passaggio generazionale delle partecipazioni. Emerge, quindi, la possibilità di un ventaglio più ampio di funzioni delle azioni a voto plurimo che, se da un lato, potrebbe disvelare l'idoneità dell'istituto ad essere applicato non solo in vista della quotazione della società emittente nel mercato, ma anche ai fini di una migliore regolamentazione dei rapporti interni tra i soci, dall'altro, per il vero, potrebbe anche determinare l'individuazione nel nostro ordinamento di benefici o costi in termini differenti rispetto a quanto emerso altrove.

Il breve arco temporale intercorso dall'entrata in vigore della riforma sul voto plurimo ad oggi induce a ritenere non ancora maturi i tempi perché possa dirsi completata, con un elevato grado di attendibilità, l'indagine necessaria a chiarire, da un lato, se le predette funzioni siano state effettivamente assolte come auspicato, nonché, dall'altro, a dimostrare i possibili vantaggi o svantaggi derivanti dalla introduzione di detto istituto nel nostro ordinamento, ovvero gli usi che di esso possano aversi nella pratica. Ciò, tuttavia, non impedisce di tenere in debita considerazione le valutazioni circa detti aspetti che sono state fornite in ambito comparatistico dalla letteratura economico – giuridica, sviluppatasi in riferimento all'impiego di tale strumento negli ordinamenti che ne sono stati promotori, perché da esse è possibile trarre spunti affinché il voto più che proporzionale possa essere utilizzato nella misura più efficiente possibile.

In un contesto in cui, come si vedrà, le sollecitazioni all'uso delle azioni a voto plurimo giungono da diversi ambiti e settori dell'economia mondiale, il legislatore italiano, rinunciando, all'art. 2351, comma 4, c.c., al divieto di emissione di azioni a voto plurimo, si è adeguato alla realtà internazionale fornendo alle società, al pari di altri Stati, uno strumento idoneo a soddisfare

l'attuale interesse delle imprese a mantenere il controllo sulla gestione smobilizzando la ricchezza, attraverso la circolazione delle altre azioni sul mercato, nonché garantendo, in relazione alla fattispecie del voto maggiorato nelle quotate un incentivo agli investimenti a lungo termine, in grado di premiare gli investitori stabili con maggiore potere di *monitoring* e meno orientati ad obiettivi di redditività a breve termine⁶.

Al completamento degli equilibri endosocietari raggiunti attraverso l'emissione di azioni a voto plurimo sovviene, poi, l'art. 127-*sexies*, secondo comma, t.u.f., che consente, alle società che si accingono alla quotazione nei mercati, di conservare le azioni a voto plurimo precedentemente emesse con le medesime caratteristiche e diritti, al fine di mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni anche dopo la quotazione⁷. Esemplificando, in tal modo il fondatore di una società che ha sottoscritto azioni a voto plurimo in misura del 25% del capitale sociale anche dopo la vendita agli investitori di tutte le altre azioni a voto singolo, tranne una, può continuare a mantenere il controllo di diritto della società che aveva prima dell'offerta pubblica iniziale. Anche questa norma si iscrive nel novero delle prescrizioni sul voto plurimo atte ad incentivarne l'impiego, garantendo la stabilità degli effetti conseguiti, nell'ipotesi di quotazione successiva all'emissione.

Senza voler, beninteso, destituire di importanza gli istituti di nuova veste, ma restando sul piano dei profili distintivi e principi che connotano nel diritto interno

⁶ cfr. G. FERRARINI, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 245 s., dubbioso sulla possibilità che la funzione del voto maggiorato sia quella di incentivare gli investitori istituzionali con vocazione di lungo termine piuttosto che quelli con vocazione di controllo. Nello stesso senso v. anche P. MONTALENTI, in AA. VV. *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'opa*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, 225.

⁷ Il secondo comma dell'art. 127-*sexies* t.u.f. così dispone: "Le azioni a voto plurimo emesse anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato mantengono le loro caratteristiche e diritti. Se lo statuto non dispone diversamente, al fine di mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni, le società che hanno emesso azioni a voto plurimo ovvero le società risultanti dalla fusione o dalla scissione di tali società possono procedere all'emissione di azioni a voto plurimo con le medesime caratteristiche e diritti di quelle già emesse limitatamente ai casi di: a) aumento di capitale ai sensi dell'art. 2442 del codice civile ovvero mediante nuovi conferimenti senza esclusione o limitazione del diritto d'opzione; b) fusione o scissione."

la società per azioni, parrebbe almeno *prima facie* che l'intervento normativo sul diritto di voto plurimo non si sia arrestato alla regolamentazione di una nuova fattispecie, bensì sia foriero di una rilevante rivoluzione: gli assetti organizzativi delle società per azioni, già nella sua forma più semplice – qual è la s.p.a. chiusa rispetto a quella quotata – vengono ad essere modificati nei loro caratteri più profondi, che da sempre hanno costituito struttura portante dello svolgimento dell'attività d'impresa in forma associata.

Pare, infatti, che detto istituto, segna la scia, o meglio, evidenzi con maggiore incisività il mutamento e la conversione in canoni non più cogenti, di quelli che da sempre sono stati i principi informatori del diritto delle società di capitali e, in particolare, della società per azioni. Quest'ultima, infatti, subisce già da tempo modifiche tutt'altro che superficiali dei tratti salienti del tipo, al cui esito non sembra sottrarsi la recente ammissibilità del voto plurimo.

È stato, infatti, sostenuto che l'aver ammesso nel nostro ordinamento azioni del tipo in esame ha significato, sul piano dei rapporti interni tra i soci, l'introduzione di una misura legislativa sulla ri-attribuzione stabile del diritto di voto, che ben può essere letta in chiave di redistribuzione della ricchezza tra le diverse classi di azionisti della società⁸, con evidenti ripercussioni sui profili della concentrazione del controllo, in dipendenza dell'asservimento del voto ad un canone che non rispetta più la proporzionalità della regola “un'azione un voto”.

Circostanza, questa, che agevola la comprensione delle ragioni per le quali il voto più che proporzionale ben si presta alla formazione ed al rafforzamento di posizioni di controllo, nonché determina una separazione netta tra potere di gestione e rischio d'impresa, alterandone il canone della proporzionalità, ontologicamente connotato alla struttura delle società capitalistiche, secondo cui chi più rischia ha maggior potere.

⁸ Per tali considerazioni v., LAMANDINI M., *Voto plurimo, tutela delle minoranze*, cit., 500, il quale richiama gli studi condotti sul tema da M. BIGELLI – E. CROCI, *Dividend privileges and the value of voting rights: Evidence from Italy*, in *Journal of Empirical Finance*, vol. 24, 2013, 94 ss.

La relazione esistente tra esercizio del controllo e diritto di voto appare evidente con riguardo sia alle azioni a voto plurimo che a voto escluso o limitato: infatti questi istituti, non diversamente da altri strumenti per il rafforzamento del controllo, non sono altro che un veicolo attraverso i quali si muove con grande flessibilità il filo conduttore che lega i due termini di questo rapporto.

L'interazione così ampia tra voto e controllo trova il suo *vulnus* e la sua legittimazione, nella manifesta non imperatività del principio "un'azione un voto"; ragionando in questi termini, probabilmente, solo l'inderogabilità della proporzionalità tra voto ed azione sarebbe in grado di realizzare un divieto all'elaborazione di strumenti di rafforzamento del controllo attraverso il voto.

Per le ragioni brevemente illustrate fin qui, quindi, sovviene in prima istanza l'opportunità di delineare un quadro sull'evoluzione del voto plurimo nelle esperienze statunitensi e continentali, le quali ultime risultano suffragate da una forte spinta a livello comunitario, per poi indagare come questo nuovo istituto abbia impattato su taluni principi regolatori del diritto societario che ne risultano direttamente interessati: in particolare, come esso abbia inciso sulla relazione sussistente tra diritto di voto e controllo, sul principio "un'azione un voto" e le deviazioni da esso, nonché sulla correlazione proporzionale tra rischio d'impresa e potere di gestione, rinviando solo ad un momento successivo di questa trattazione le questioni che attengono più strettamente al profilo applicativo delle azioni a voto plurimo nel diritto interno.

L'obiettivo che questo studio, nella sua prima parte, mira a raggiungere è di valutare se questi principi risultino effettivamente scardinati dall'introduzione del voto plurimo nel diritto interno, ovvero, se quest'istituto si collochi solo quale ulteriore episodio di una lenta ma progressiva attenuazione della loro validità non più cogente.

Ragioni di prossimità indurrebbero a ritenere che, essendo quello di "un'azione un voto" il principio maggiormente coinvolto dalla fattispecie - perché in antitesi con il voto plurimo, che è una tipica espressione della non proporzionalità del voto - sia questo il canone ad aver subito maggiore impatto

dall'introduzione del voto plurimo nell'ordinamento. Tuttavia, anche attraverso il richiamo alle esperienze degli altri ordinamenti che da più tempo hanno ammesso tale fattispecie, sarà possibile dimostrare l'altrettanto importante e centrale coinvolgimento anche delle altre tematiche sopra richiamate.

Nel procedere in questo senso, saranno illustrati - con un approccio per gradi ed in via ascendente, dal particolare al generale - in prima istanza, gli effetti che la moltiplicazione del voto è in grado di produrre sul controllo della gestione, sia nei rapporti interni, sia, in caso di circolazione delle azioni nei mercati regolamentati, nei rapporti tra azionisti di comando ed investitori. Successivamente, si passerà a considerare il voto plurimo in quanto ipotesi di voto non proporzionale, quale prima espressione di deviazione in aumento del canone della proporzionalità, essendo, viceversa, quella in diminuzione già attuata per il tramite di altri istituti: passaggio questo che, a parere di chi scrive, è in grado di coadiuvare la comprensione dell'evoluzione che il principio della regola "un'azione un voto" ha avuto nel nostro ordinamento.

Da ultimo, anche per il tramite dell'affermazione di un nuovo canone, che è quello della non proporzionalità del voto, che a sua volta scardina il noto brocardo secondo cui "chi più rischia ha maggior potere", saranno affrontati i nuovi confini del principio di correlazione proporzionale tra rischio e potere e gli effetti del voto plurimo su quest'ultimo, sulla scorta di un'indagine induttiva afferente anche altri istituti giuridici che, seppure ontologicamente diversi dalle azioni a voto plurimo, sono richiamati al fine di comprendere se questi, complessivamente considerati, possano ritenersi espressione di una portata non più cogente della correlazione proporzionale tra rischio e potere, di cui il voto plurimo costituirebbe, quindi, solo un ulteriore e successivo tassello.

2. L'evoluzione del voto plurimo negli ordinamenti statunitensi ed europei: una spinta all'adeguamento della legislazione nazionale

2.1 L'esperienza statunitense

La sorte delle azioni con diversi diritti di voto negli Stati Uniti si presenta altalenante e segnata da un'applicazione non sempre uniforme: essa è stata fortemente orientata sia dall'assenza di una disciplina specifica sul diritto di voto sia dal concorso di più fonti normative, quali la legislazione dei singoli Stati emittenti, quella federale, ma soprattutto, la disciplina delle borse e dai relativi "contratti di quotazione": queste ultime, infatti, non hanno sempre accolto con favore le alterazioni in diminuzione o in aumento della proporzionalità del voto all'azione⁹.

Il primo atteggiamento ostruzionistico del NYSE¹⁰ si registrò nel 1926 ed ebbe ad oggetto azioni prive del diritto di voto: la loro diffusione in talune grandi società americane, al fine di separare la proprietà dal controllo dell'attività d'impresa, era stata presto osteggiata poiché non vista di buon occhio dal pubblico degli investitori difettando di trasparenza in relazione agli assetti societari, e, pertanto, la borsa di New York si era rifiutata di ammettere alle negoziazioni tale tipologia di azioni¹¹. Questo momento rappresentava solo l'inizio di un atteggiamento ostile verso tali azioni confluito, nel 1940, in una regola formale adottata dal NYSE contro la quotazione delle azioni senza diritto di voto o con

⁹ V., S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D'ERAMO – N. LINCiano, cit., 44. Sulla disciplina applicabile alle società statunitensi, ed in particolare modo a quelle quotate, caratterizzata dalla sovrapposizione di diverse fonti normative v., M. VENTORUZZO, *I "listing standards" nell'esperienza statunitense*, in *AGE*, 2002, vol.1, 326, il quale evidenzia, inoltre, l'evoluzione che nel tempo ha interessato la struttura dei "contratti di quotazione" tra borse ed emittenti, passati dall'essere veri e propri accordi di diritto privato a documentazione vincolante contenente requisiti e regole di carattere generale che tutte le società quotate devono rispettare per ottenere e mantenere la quotazione.

¹⁰ Si tratta del *New York Stock Exchange*, una delle maggiori borse statunitensi, insieme con l'Amex, *American Stock Exchange*.

¹¹ Per una dettagliata individuazione degli accadimenti avvenuti in quegli anni nel panorama statunitense v., S.M. BAINBRIDGE, *Corporation Law and Economics*, New York, 2002, 454 ss.; S.M. BAINBRIDGE, *The Scope of the SEC's Authority over Shareholders Voting Rights*, *UCLA School of Law Research Paper*, 2007, 4. Nella letteratura italiana v., M. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, 513 ss.

voto limitato, risoluzione che è stata ritenuta non pienamente motivata¹² ma che fu mantenuta, nonostante altre borse statunitensi se ne fossero discostate, fino al 1984.

Infatti, è a questa data ed in occasione dell'emissione di una categoria di azioni a voto plurimo da parte della *General Motors*, già quotata presso la borsa di New York, che quest'ultima, al fine di scongiurare il rischio che tale società revocasse la propria quotazione in favore di altre borse già aperte alla quotazione di tale tipologia di azioni, acconsentì ad un'applicazione meno rigida del principio di proporzionalità tra voto ed azione, ammettendo alla quotazione anche azioni con voto plurimo, le quali, peraltro, proprio intorno agli anni '80 risultavano alquanto diffuse.

Emergeva in quegli anni l'interesse ad agevolare la quotazione delle imprese favorendo la diffusione di strumenti e sistemi di voto in deroga al principio "un'azione un voto", al punto che la SEC¹³, al fine di individuare nella disciplina del diritto di voto una regola applicabile a tutte le borse, allo scopo di uniformare ed allineare al medesimo *standard* la disciplina dei vari Stati, adottò nel 1988 la *Rule 19c-4* che, tra l'altro, introdusse il divieto per le società quotate o quotande di limitare o alterare i diritti di voto delle azioni in circolazione, pur consentendo l'emissione di azioni con diritto di voto differenziati nell'ambito di IPO e quella di nuove classi di azioni con diritti di voto non superiori a quelli delle azioni in circolazione¹⁴.

¹² In tal senso v., M. VENTORUZZO, *I "listing standards"*, cit., 340. In argomento cfr., altresì, J. SELIGMAN, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, in *George Washington Law Review*, 54, 1986, 699.

¹³ Si tratta della *Securities and Exchange Commission*, ovvero dell'Autorità del mercato finanziario statunitense.

¹⁴ V., S. M. BAINBRIDGE, *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4*, in *69 Wash.U.L.Q.*, 1991, 583; S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D'ERAMO – N. LINCiano, cit., 44, ove si evidenzia che non erano considerate ammissibili, secondo la risoluzione della SEC, le fattispecie in grado di comprimere i diritti di voto degli azionisti esistenti, tra cui l'emissione di azioni con diritti di voto inferiori a quelli attribuiti dalle azioni ordinarie in circolazione in occasione di un'offerta di scambio ovvero l'adozione di restrizioni al diritto di voto in base alla durata di detenzione delle azioni.

Questa disciplina, invero, ebbe vita breve, venendo ad essere abrogata nel 1990 per eccesso di potere da parte della SEC, ma i suoi contenuti furono comunque mantenuti dalle borse americane, seppur con taluni accorgimenti: in particolare, nelle società con strutture *dual class* si consentì l'emissione di *super voting stocks*, permanendo il divieto in caso di collegamento con nuove classi di azioni¹⁵.

Le società americane che hanno utilizzato maggiormente le azioni a voto plurimo sono ricondotte a gruppi familiari o settori industriali specifici, come quello dei media e quello *high tech*, tra cui rientrano *Google, Facebook, LinkedIn, Groupon*, sulle quali, invero, ci si soffermerà anche nel prosieguo della trattazione in quanto caratterizzate dall'adozione di una struttura azionaria *dual class*¹⁶.

Ciononostante, seppur anticipando talune considerazioni ivi effettuate, preme evidenziare, fin da ora, che l'esperienza statunitense ha costituito un importante punto di riferimento nell'analisi delle caratteristiche e degli effetti che le *multiple voting shares* sono in grado di produrre sul mercato, come è dimostrato dalla circostanza che la maggior parte degli studi empirici che hanno interessato il tema del voto plurimo si riferiscono proprio a tale ordinamento, seppure, ad oggi, esse paiono maggiormente in uso nel continente europeo che non negli Stati Uniti¹⁷.

¹⁵ Per una visione dettagliata degli accadimenti e v. S. M. BAINBRIDGE, *The Short Life*, cit., 567 s.

¹⁶ S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D'ERAMO – N. LINCiano, cit., 45. Per una approfondita panoramica sulla storia ed il funzionamento della maggiorazione del voto negli Stati Uniti v. M. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto*, cit., 513; M. VENTORUZZO, *The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler – Fiat, 2015*, disponibile sul sito http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2574236, 6; H. HANSMANN – M. PARGENDLER, *The Evolution of Shareholder Voting Rights: Separation of Ownership and Consumption*, in *Yale Law Journal*, 2014, 948 ss.

¹⁷ Per quanto, infatti, nella legislazione americana non vi siano disposizioni che limitano l'emissione di azioni con diversi diritti di voto, è stato registrato che la maggior parte delle società quotate statunitensi piuttosto che optare per il sistema della doppia classe di azionisti con diversi diritti di voto, segue la regola proporzionale. In argomento v., J. SHEN, *The Anatomy of Dual Class Share Structures: a Comparative Perspective*, in *Hong Kong L. J.*, 46, 2016, 477 ss. Sulla possibilità di rintracciare in pressoché tutti gli ordinamenti statali americani il principio un'azione un voto v., F.H. EASTERBROOK – D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard, 1996, 88.

2.2 Il ruolo assolto dalla Commissione Europea e dalla legislazione di taluni Stati Membri nell'opera di adeguamento dell'ordinamento italiano alla disciplina del voto plurimo

Il dibattito sui criteri di attribuzione del diritto di voto agli azionisti ha trovato nell'ultimo ventennio importanti sviluppi tra gli Stati europei, al punto da impegnare la Commissione Europea, in un contesto orientato a fare della regola "un'azione un voto" - quale sistema "ottimale"¹⁸ nella conciliazione di interessi economici e potere di intervento nella vita societaria - uno dei principali obiettivi del processo di armonizzazione del diritto societario europeo¹⁹, in attività volte a finanziare ed intensificare la produzione di studi e ricerche, con l'obiettivo di indagare le deviazioni rispetto al principio di proporzionalità tra capitale e controllo esistenti all'interno degli ordinamenti dei singoli Stati Membri²⁰.

¹⁸ Sul tema sia consentito il rinvio ai successivi paragrafi, ed in particolare, 4 e 4.1.

¹⁹ È questa la posizione espressa dall'*High Level Group of Company Law Experts* in due produzioni sul tema: ovvero, nel *Report on Issues Related to Takeover Bids*, Bruxelles, del 10 gennaio 2002, consultabile su http://ec.europa.eu/international_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf, e nel *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* del 4 novembre 2002. Il citato organismo di esperti è stato istituito dalla Commissione Europea con il precipuo scopo di condurre indagini per eliminare le barriere legislative esistenti in Europa, verso la creazione di un ordinamento europeo flessibile e soprattutto maggiormente conforme alle esigenze di tutela degli investitori ed alle implementazioni dei mercati finanziari. Nei citati *report* sono affrontati diverse tematiche afferenti il diritto finanziario e societario, tra cui le offerte pubbliche d'acquisto, la revisione del sistema finanziario generale, la tutela degli azionisti di minoranza, le strutture di gruppo piramidali, la trasparenza degli assetti governativi, ma soprattutto è possibile rintracciare la raccomandazione formulata dagli esperti con riferimento alla materia del diritto di voto nelle società di capitali, in base alla quale è strettamente necessario considerare l'utilizzo del principio di proporzionalità in maniera diffusa e uniforme su tutto il territorio come uno degli obiettivi di primaria importanza tra quelli che il legislatore si è prefisso di raggiungere in ordine al processo di armonizzazione europea.

²⁰ L'interesse della Commissione Europea alla conduzione di tali indagini emerge, in particolare, nell'*Action Plan* sul diritto societario e la *corporate governance*: Cfr. COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament. Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward. COM(2003) 284 final*, Bruxelles, 21 maggio 2003, 14. Cfr., S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D'ERAMO – N. LINCiano, cit., 9.

È, in particolare, nell'*Action Plan* sulla modernizzazione del diritto societario e la *corporate governance* del 21 maggio 2003 che la Commissione Europea è riuscita a concretizzare detta esigenza promuovendo la realizzazione di uno studio sulle predette finalità, ultimato solo il 18 maggio 2007 dalla collaborazione tra l'*Institutional Investor Services* (ISS), lo *European Corporate Governance Institute* (ECGI) e lo studio legale *Sherman & Sterling*²¹, i cui risultati saranno evidenziati nel prosieguo di questa trattazione, in quanto particolarmente rilevanti sotto il profilo dell'indagine volta a chiarire se il principio "un'azione un voto" possa ritenersi effettivamente rispettato ed attuato anche in ambito internazionale.

Più di recente, sono emersi nuovi ed ulteriori impulsi da parte della Commissione Europea verso l'opportunità di adottare metodi di attribuzione del diritto di voto che incentivino investimenti a lungo termine, con una protesa apertura a forme di voto più che proporzionali: il riferimento è al Piano d'Azione per la modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario del 2012, nonché al Libro Verde della Commissione Europea del 2013²².

Il riferimento a tale produzione si presenta particolarmente rilevante ai fini di questo lavoro, in quanto, in dette linee guida, tra gli strumenti elencati per il perseguimento degli obiettivi ed esse connessi, si annovera anche l'emissione di azioni di fedeltà a voto multiplo, sul modello di quelle già in uso nell'ordinamento francese, sul quale ci si soffermerà a breve.

²¹ cfr. INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES – SHEARMAN & STERLING LLP – EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Bruxelles, 18 maggio 2007, avente ad oggetto il capitale e l'azionariato di 464 imprese in 16 Stati membri, oltre che negli Stati Uniti, in Austria e in Giappone, nel periodo dal 1 gennaio 2004 al 24 maggio 2006.

²² COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Verde - Il finanziamento a lungo termine dell'economia europea*, 25 marzo 2013, ove, tra gli obiettivi del processo di armonizzazione europea, si annovera la formulazione di soluzioni "volte ad incoraggiare una maggiore partecipazione a lungo termine degli azionisti, (...) analizzando ad esempio l'eventualità di opzioni per la concessione di diritti di voto potenziati o di dividendi superiori agli azionisti di lungo termine".

Può essere interessante, quindi, esaminare più nel dettaglio taluni ordinamenti europei nei quali sono significativamente rappresentati tali meccanismi di rafforzamento del voto²³.

Nel diritto francese, ad esempio, pur vigendo il principio di proporzionalità tra diritto di voto ed azione²⁴ è stata riconosciuta all'autonomia statutaria la facoltà di attribuire un voto doppio alle azioni subordinatamente al ricorrere di alcune condizioni, tra cui il possesso delle azioni per un periodo prolungato di tempo²⁵: si tratta del cd. *vote double* previsto dall'art. L225-123 del *Code de Commerce*²⁶.

Ai sensi del primo comma della richiamata disposizione, è concesso allo statuto o ad una delibera dell'assemblea straordinaria, in presenza del possesso azionario per un periodo di tempo non inferiore a due anni, di attribuire all'azionista che soddisfa tale requisito di fedeltà un voto doppio per azione, purché nominative ed interamente liberate. Per il vero, tale regola del voto doppio trovava inizialmente applicazione solo in favore degli azionisti di nazionalità francese o di uno Stato membro dell'Unione Europea o di uno Stato facente parte dell'accordo relativo allo Spazio economico europeo²⁷; solo attraverso i vincoli del Trattato si è giunti al riconoscimento di detto voto maggiorato in favore di tutti gli

²³ Un chiaro quadro della situazione sulla diffusione delle *multiple voting shares* nei vari Paesi Europei e non emerge dai grafici di Sherman & Sterling di cui al *Report on the Proportionality Principle*, cit. Sul tema v., altresì, C. MALBERTI, *Multiple voting shares: a european perspective*, in *RISF*, 2017, n.2, 28 ss.

²⁴ Art. L225-122, comma 1, *Code de Commerce*.

²⁵ L'esperienza del voto plurimo in Francia, invero, risale già alla prima metà del novecento, come si vedrà nel secondo capitolo, paragrafo 2, quando si era acconsentito agli statuti delle *sociétés anonymes* di emettere azioni a voto plurimo, facoltà poi ridimensionata intorno agli anni '30 del secolo scorso quando si introdusse a livello normativo il principio generale di proporzionalità tra azioni possedute e numero di voti, ammettendo eccezioni a questo principio solo nelle società miste con azionariato pubblico e nelle società con azionariato straniero.

²⁶ La richiamata disposizione dopo aver individuato, al primo comma, i presupposti ed i caratteri che devono avere le azioni per beneficiare della maggiorazione del voto, al secondo comma, chiarisce che detto beneficio spetta anche alle azioni di nuova emissione a fronte di un aumento gratuito del capitale, eseguito con incorporazione di riserve, benefici o premi di emissione, purché sussistano i presupposti richiesti dalla legge medesima per la spettanza del diritto. Sul voto maggiorato in Francia v., più ampiamente, P. MERLE, *Droit commercial. Sociétés commerciales*, Parigi, 2014, 381 ss.; A. COURET, *Le retour du débat sur le droit de vote double*, in *Droit des sociétés*, 2014, 11, étude 22; C. MALBERTI, *Multiple voting shares: a european perspective*, in *RISF*, 2017, n.2, 31.

²⁷ Così l'art. L225-123, comma 3, *Code de Commerce*.

azionisti europei²⁸. In particolare, la recente “*loi Florange*” ha disposto che il voto maggiorato costituisce regola di *default*, da cui è certamente consentito discostarsi, ma solo con espresso *out-put* statutario²⁹.

Alla disciplina del voto doppio l’ordinamento francese affianca il rispetto di una serie di misure di trasparenza, tra le quali assumono particolare rilievo l’art. L225-100-3 del *Code de Commerce*, che annovera, tra i contenuti della relazione annuale degli amministratori di società con azioni ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato, l’indicazione dell’identità dei possessori di titoli che conferiscono diritti speciali di controllo e delle restrizioni al diritto di voto, nonché l’art. 223-16, *Règlement général* dell’AMF³⁰, che impone alle società quotate di pubblicare sul proprio sito internet, con aggiornamento mensile, il numero totale dei diritti di voto e il numero delle azioni che compongono il capitale sociale³¹.

Quanto, infine, alla natura giuridica di detto diritto maggiorato, viene evidenziato che le *loyalty shares* francesi non costituiscono una categoria speciale di azioni, dovendo considerarsi tale beneficio “più una caratteristica collegata al titolare che non al titolo stesso”³².

L’emissione di azioni dotate di un voto più che proporzionale è, inoltre, consentita in Danimarca, Svezia, Paesi Bassi, Finlandia, Irlanda e Regno Unito, talvolta non senza limitazioni: è il caso, ad esempio, della Danimarca e Svezia³³,

²⁸ M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze*, cit., 496 s.

²⁹ Si tratta della Legge 2014-384 del 29 marzo 2014, sulla quale v. BROSSET-CUNTZ, *Aspects boursiers de la loi Florange: le législateur forge un nouvel arsenal défensif face aux opérations hostiles*, in *Revue de droit bancaire et financier*, 2014, 2, étude 7; H. LE NABASQUE, *L’inversion du droit de vote double dans les sociétés cotées*, in *Revue de droit bancaire et financier*, 2013, 6, repère 6; S. TORCK, *L’attribution automatique du droit de vote double*, in *Droit des sociétés*, 2014, 1, étude 2.

³⁰ Si tratta del regolamento generale previsto dall’Autorità di vigilanza sui mercati (AMF).

³¹ V., S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D’ERAMO – N. LINCiano, cit., 38 s.

³² In questi termini v., S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D’ERAMO – N. LINCiano, cit., 37.

³³ Cfr. quanto riportato nel *Swedish Companies Act, Cap.4 (The shares Classes of shares), (Equality principle), sez. 1: “All shares shall carry equal rights in the company, unless otherwise provided in sections 2-5”*, che dopo aver sancito il principio di proporzionalità ne ammette sue deviazioni prevedendo la possibilità di emettere su base statutaria differenti classi di azioni anche a voto multiplo, secondo il successivo cap. 4, sez. 5, bilanciate dalla previsione di maggioranze qualificate per l’adozione di determinate delibere assembleari. Per l’illustrazione delle strutture azionarie svedesi a due categorie e delle ragioni che le supportano v., R. SKOG, *The European Union’s proposed takeover Directive, the “Break-through” rule and the Swedish system of dual*

le quali, pur avendo previsto espressamente nelle proprie codificazioni il principio di eguaglianza tra voto e capitale posseduto, riconoscono la natura relativa e non assoluta di esso, ammettendo azioni a voto plurimo con il limite di un numero di voti per azione non superiore a dieci. Diversamente è a dirsi, invece, per i Paesi Bassi, l'Irlanda ed il Regno Unito, in cui l'emissione di azioni a voto plurimo è consentita, tuttavia, senza previsione di alcun limite legale³⁴.

Nonostante il panorama internazionale dimostri importanti aperture verso le azioni *multiple voting*, è interessante osservare che, al giorno d'oggi, sono ancora diversi gli Stati che assumono una posizione di chiusura verso la fattispecie, come Spagna, Germania, Belgio, Lussemburgo, Estonia, Grecia e Polonia, pur non essendo preclusa agli stessi l'opportunità di adottare strutture *dual class shares*, le quali, come di seguito evidenziato, adattandosi anche a forme di voto meno che proporzionali, sono comunque idonee a perseguire gli obiettivi della concentrazione del controllo sociale nelle mani di una ristretta cerchia di azionisti.

Tra i citati ordinamenti, il caso tedesco è il più eclatante avendo questo stato ammesso le azioni a voto plurimo fino al 1998, anno in cui, con l'entrata in vigore del *Control on Transparency in Business Act*, al fine di garantire la proporzionalità tra quota di capitale detenuta e diritti di voto connessi, venne abrogata la disposizione che ne consentiva l'emissione previa autorizzazione ministeriale, prendendosi, tuttavia, una disciplina di carattere transitorio per le società che, al tempo della riforma, avevano nei propri statuti la regola statutaria che ne consentiva l'emissione³⁵.

class common stock, in *Riv. soc.*, 2003, 1141. Sul tema si vedano anche le considerazioni di R. GILSON, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, in *Harv. L. Rev.*, 2006, 119.

³⁴ V., M. S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015, 153.

³⁵ In particolare si acconsenti al mantenimento della clausola statutaria sul presupposto che la stessa fosse stata confermata dall'assemblea dei soci con una delibera adottata a maggioranza di almeno tre quarti del capitale sociale rappresentato da azioni a voto singolo, esclusi, quindi, dal computo gli azionisti a voto plurimo. Sul punto v., S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D'ERAMO – N. LINCIANO, cit., 39 s. Per un quadro più ampio sulla regolamentazione del diritto di voto in Germania v. K. BENTEL – G. WALTER, *Dual Class Shares, Comparative Corporate Governance and Financial Regulation. Paper 2.*, 2016, disponibile su http://scholarship.law.upenn.edu/fisch_2016/2; C. MALBERTI, *Multiple voting shares: a european perspective*, in *RISF*, 2017, n.2, 32.

Pertanto, l'*Aktien Gesetz* attribuisce il diritto di voto ad ogni azione e, pur disciplinando la creazione di diverse classi di azioni³⁶, non acconsente all'emissione di azioni a voto plurimo³⁷. Ciononostante è possibile nello statuto introdurre limiti all'esercizio del diritto di voto³⁸ e, in relazione alle società quotate, pur essendo previsto che ogni azione attribuisce un voto soltanto, è contemplata dalla sez. 139 AktG la fattispecie delle azioni privilegiate senza diritto di voto, il cui importo non può tuttavia superare la metà del capitale sociale e per le quali è comunque previsto il godimento del voto nel caso in cui la società non adempia gli obblighi patrimoniali nei confronti dell'azionista titolare³⁹.

L'accennata presenza, nelle esperienze degli altri ordinamenti, delle azioni con diritto di voto plurimo ha assunto un ruolo di primaria importanza nell'affermazione del voto più che proporzionale anche nella legislazione italiana, certamente influenzata dal contesto internazionale in cui si è inserita⁴⁰.

Già da tempo, infatti, si segnalava come l'Italia subisse una sorta di "concorrenza ineguale" da parte dei sistemi europei in cui, invece, tale istituto era ammesso: espressione di ciò sarebbe stata data proprio dall'emigrazione del maggior gruppo automobilistico italiano, FCA (Fiat)⁴¹, nei Paesi Bassi, dovuta

³⁶ Così è previsto nella sez. 11 (*classes of shares*), AktG, del 6 settembre 1965. In letteratura v., A. CAHN – D. DONALD, *Comparative Company Law*, Cambridge, 2010, 268; B. RADO, *Comparative Company Law*, Saarbrücken, 2011, 22.

³⁷ Sez. 12 AktG.

³⁸ Sez. 134, par.1, AktG.

³⁹ V., S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D'ERAMO – N. LINCiano, cit., 40.

⁴⁰ Cfr. F. TASSINARI, *Le azioni a voto plurimo nelle società non quotate*, cit., 7 ss.; M. VENTORUZZO, *The Disappearing Taboo*, cit., 3; M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo*, cit., 153 ss., il quale evidenzia che negli altri ordinamenti l'esigenza di consentire l'emissione di azioni a voto plurimo discende dall'impossibilità di emettere azioni prive del diritto di voto: di qui l'incongruenza con la scelta del legislatore italiano.

⁴¹ Il caso riguarda l'emigrazione della Fiat s.p.a. nei Paesi Bassi mediante fusione transfrontaliera nella società Fiat Investments N.V., sua controllata. Per una compiuta descrizione eventi che hanno interessato la società in questione v., F. PERNAZZA, *La mobilità delle società in Europa da Daily Mail a Fiat Chrysler Automobiles*, in *Dir. comm. int.*, 2015, 439; P. MARCHETTI, *Le fusioni transfrontaliere del gruppo Fiat – Chrysler*, in *Riv. soc.*, 2014, 1124 ss.; P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2015, 448 s.; P. MARCHETTI, *Il voto maggiorato nelle società quotate*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, 1 s.

all'assenza nel nostro ordinamento di un istituto che consentisse l'innalzamento del voto⁴².

Si auspicava, pertanto, un intervento legislativo, che potesse allineare l'Italia alle esperienze straniere rappresentative delle migliori pratiche in materia⁴³, il quale, una volta sopraggiunto ha reso le *multiple voting shares* al tempo stesso causa ed effetto della concorrenza normativa in Europa⁴⁴, oltre a destare, nei maggiori studiosi, l'interesse a confrontare le fattispecie interne con quelle degli altri ordinamenti, alla ricerca di diversità o elementi di congiunzione, spesso al fine di individuare correttivi o accorgimenti posti in essere dagli Stati già avvezzi a queste pratiche, con l'opportunità di promuoverli anche nel diritto interno, ove idonei all'ottimizzazione delle relative fattispecie⁴⁵.

3. Il rapporto tra diritto di voto e posizioni di controllo nella società da parte dei soci: l'incidenza delle azioni a voto plurimo su quest'ultimo

3.1 La diffusione delle azioni a voto plurimo: l'inquadramento tra gli strumenti di rafforzamento del controllo e sue configurazioni

⁴² P. MONTALENTI, *I gruppi piramidali tra libertà d'iniziativa economica e asimmetrie del mercato*, in *Riv. soc.*, 2008, II, 318 ss.; P. MONTALENTI in AA. VV. *Voto maggiorato, voto plurimo*, cit., 222; P. MONTALENTI, *Voto maggiorato e voto plurimo: prime riflessioni*, cit., 10 ss. Cfr., altresì, U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, 583; A. SANTORO – C. DI PALMA – P. GUARNIERI – A. CAPOGROSSO, *Deviations from the “one share – one vote” principle in Italy: recent developments - multiple voting rights shares and loyalty shares*, *Bocconi Legal Papers*, 2015, 141 ss., disponibile su www.heinonline.org.

⁴³ In questo senso v., S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D'ERAMO – N. LINCiano, cit., 10 ss.; A. ANGELILLIS – M.L. VITALI, *sub art. 2351*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2008, 462 ss.

⁴⁴ In questi termini si esprime M. VENTORUZZO, *The Disappearing Taboo*, cit., 3, il quale riconosce che l'adozione di modelli a voto plurimo è stata facilitata dall'incremento di modelli giuridici di tal genere in Europa.

⁴⁵ Sulla comparazione del voto plurimo con gli altri ordinamenti v., S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D'ERAMO – N. LINCiano, cit., 31 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo*, cit., 134 ss., 153 ss.; ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare Assonime 7-04-2015 n. 10, disponibile su www.assonime.it, 479; P. MONTALENTI in AA. VV. *Voto maggiorato, voto plurimo*, cit., 222.

L'idoneità delle azioni a voto plurimo a determinare, per struttura ed effetti una vera e propria dissociazione tra proprietà azionaria e diritto di voto, emerge con evidenza dalla loro applicazione in altre esperienze giuridiche; questo le rende, sotto più ampio profilo, al centro del dibattito, di respiro internazionale, sulla contendibilità del controllo e sull'impiego di detta fattispecie quale idoneo strumento per rafforzare il controllo nelle mani degli azionisti che già lo detengono, ovvero che mirano a conseguirlo, in vista di un'espansione sul mercato e della diffusione delle azioni tra il pubblico degli investitori.

La tematica della dissociazione tra *ownership* e *control* costituisce già da diversi anni oggetto di interesse da parte degli studiosi⁴⁶, non solo perché pratica frequentemente in uso nei mercati azionari ma anche in quanto suscettibile di garantire una separazione tra diritti patrimoniali e diritti di voto, mediante il ricorso ad una pluralità di strumenti elaborati nella prassi.

Non vi è, infatti, una relazione assoluta di proporzionalità tra controllo sulla gestione sociale e titolarità della partecipazione azionaria di maggioranza, nel senso cioè che solo quest'ultima sia in grado di garantire al suo possessore il diritto di controllare la società, perché è ben possibile che una minoranza anche esigua del capitale sociale si trovi a detenere il controllo per il tramite di taluni *escamotage*, come ad esempio i sindacati di voto, i gruppi piramidali o le partecipazioni incrociate⁴⁷.

L'espressione *Control Enhancing Mechanisms (CEMs)* non costituisce altro che una sintesi di queste tecniche di realizzazione di un controllo alterato rispetto alla proprietà, volta ad identificare tutte le modalità e prassi in uso, anche più ampie

⁴⁶ V. in argomento, *ex multis*, H. HANSMANN – M. PARGENDLER, *The Evolution*, cit., 948 ss., ove gli ulteriori richiami a B. HINDLEY, *Separation of Ownership and Control in the Modern Corporation*, in *J. L. & Econ.*, 1970, 185 ss.; A. BERLE, *Power without Property*, New York, 1959; M. SCHMID, *Ownership structure and the separation of voting and cash flow rights-evidence from Switzerland*, in *Applied financial economics*, 2009, 19, 1453 ss.

⁴⁷ Sul punto si vedano le considerazioni di A. SANTORO – C. DI PALMA – P. GUARNIERI - A. CAPOGROSSO, *Deviations from the "one share – one vote"*, cit., 141 ss.; M. BIANCHI – M. BIANCO – L. ENRIQUES, *Pyramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy*, in *The Control of Corporate Europe*, a cura di F. Barca e M. Becht, Oxford, 2001, 154.

rispetto a quelle sopra richiamate, mediante le quali è possibile rafforzare il potere di comando degli azionisti, al punto tale da consentire il controllo nonostante la titolarità di un pacchetto azionario inferiore alla metà del capitale sociale⁴⁸.

Questi strumenti, quindi, sono idonei a spostare i margini del controllo della società, poiché quest'ultimo viene sganciato dalla percentuale di possesso azionario, a cui è connessa la titolarità di almeno un voto nel regime “un'azione un voto”, e può essere riconosciuto a prescindere da detto parametro.

La ragione per la quale è consentito all'autonomia statutaria di rompere questa relazione risiede, in buona parte, nella possibilità, che la maggior parte degli Stati offre, di alterare la regola di proporzionalità tra voto ed azione, concretizzando, quindi, vere e proprie deroghe al principio “un'azione un voto”⁴⁹: la portata non più cogente di tale principio ha dato luogo ad un'interessante produzione scientifica nella letteratura italiana ed internazionale, sulla cui portata si avrà modo di soffermarsi lungo il corso della trattazione, risultando il relativo dibattito essere stato sollecitato più di recente anche dalla legittimazione nel diritto interno del voto plurimo.

I CEMs possono, pertanto, estrinsecarsi in strumenti atti a consolidare il controllo in quegli azionisti che ne sono già muniti, tra i quali le azioni a voto plurimo o senza voto e i gruppi piramidali, ovvero in strumenti che ne impediscono il trasferimento ad altri o il sorgere *ex novo* di una posizione di comando, tra cui le clausole statutarie che sterilizzano il voto una volta raggiunta una determinata

⁴⁸ L'espressione *Control enhancing mechanism*, di derivazione anglosassone, risulta particolarmente appropriata per le deroghe al principio “un'azione un voto” quando esse sono atte a rafforzare i poteri dei soci di controllo, atteso che detti strumenti favoriscono la permanenza del controllo societario là dove esso si trova. Per una classificazione dei CEMs v., M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo*, cit., 140 s., il quale si sofferma, altresì, sulla nuova generazione di CEMs rappresentata dalle cd. *loyalty shares*; E. BARCELONA, *sub 2351 comma 4 c.c.*, in *Le società per azioni*, diretto da Abbadessa-Portale, Milano, 2016, 566; A. ZOPPINI, *Patti di sindacato, possesso mediato e azioni a voto multiplo o maggiorato*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, 37 ss.

⁴⁹ cfr., A. SANTORO – C. DI PALMA – P. GUARNIERI - A. CAPOGROSSO, *Deviations from the “one share – one vote”*, cit., 145, in particolare nt. 14, da cui il rinvio alle considerazioni di R. KRAAKMAN, P. DAVIES, H.B. HANSMANN, G. HERTIG, K.J. HOPT, H. KANDA, E.B. ROCK, *The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, Oxford, 2017, 21.

soglia di possesso azionario o l'attribuzione del diritto di voto determinante in relazione a specifiche delibere⁵⁰.

È di agevole comprensione la circostanza che, per quanto detti strumenti siano più frequentemente predisposti in favore della classe di azionisti che già detiene il controllo della società, non sussiste alcuna incompatibilità ontologica o strutturale perché essi siano, di converso, espressamente utilizzati al fine di incrementare i poteri dei soci di minoranza, laddove si presenti, ad esempio, l'esigenza di riconoscere loro il controllo solo in relazione a talune decisioni sociali. Questo aspetto induce a riflettere anche sulla possibilità che il nuovo istituto delle azioni a voto plurimo sia impiegato nel diritto interno quale strumento di tutela delle minoranze e non solo, quindi, quale strumento della maggioranza, a proprio vantaggio⁵¹.

Pertanto, per comprendere in che modo il voto plurimo incida sul concetto di controllo sulla gestione e sull'individuazione del soggetto in grado di esercitarlo, può essere opportuno, con riferimento al nostro ordinamento, individuare la normativa di riferimento.

3.2 Definizione di controllo ed impatto del voto plurimo sull'art. 2359 c.c.

In relazione all'ordinamento nazionale, la disposizione che viene in rilievo sulla tematica in esame è all'art. 2359 c.c., norma mediante la quale, per il vero, il legislatore ha disciplinato esclusivamente il controllo tra società, non prendendo affatto in considerazione l'ipotesi in cui il controllo sia esercitato da una persona fisica. Ciò, tuttavia, non esclude che detta norma possa costituire comunque il parametro di riferimento anche in relazione alla determinazione del controllo cd. interno sulla gestione, dal quale questa trattazione non pare poter prescindere⁵².

⁵⁰ In argomento v. M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo*, cit., 140 s.

⁵¹ La problematica sarà affrontata più dettagliatamente nel quarto capitolo.

⁵² Sulla nozione di controllo e per una disamina più ampia delle questioni ad esso sottese v., *ex multis*, M.S. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust*, in *Riv.*

Può essere interessante osservare che la mancanza di una esplicita definizione del controllo ha animato una disputa in dottrina, attualmente ancora in corso, sulla possibilità di considerare il controllo un vero e proprio “concetto”: secondo un differente approccio, infatti, sarebbe parsa opportuna la configurazione teorica in termini di “tipo” e non di concetto, in quanto la definizione del tipo resta unitaria anche in presenza di più elementi idonei all’inquadramento della fattispecie⁵³.

Il tenore letterale dell’art. 2359 c.c. legittima tre possibili forme di controllo: quello interno di diritto, regolato dal n. 1, che sussiste per il solo fatto del possesso della maggioranza dei voti esercitabili nell’assemblea ordinaria per il quale calcolo, stante l’ampia modulabilità del voto che discende dall’art. 2351 c.c., si richiede di tener conto delle azioni che attribuiscono il voto almeno in relazione alla nomina delle cariche sociali⁵⁴. Seguono, ai nn. 2 e 3 della medesima disposizione, il controllo di fatto interno ed il controllo cd. esterno o contrattuale. Il controllo di fatto interno presuppone che il controllore non detenga la maggioranza dei voti, ma sia comunque in condizione di esercitare un’influenza dominante nell’assemblea ordinaria: ciò può derivare da un comportamento assenteistico degli altri soci, al quale di converso corrisponde la capacità, da parte di chi detiene solo la maggioranza relativa dei voti, di condizionare

soc., 1995, 470; M. LAMANDINI, *sub art. 2359 c.c.*, in *Società di capitali*, Commentario a cura di G. Niccolini – A. Stagno d’Alcontres, Napoli, 2005, 401 ss.; F. GALGANO, *I gruppi di società*, in *Le società*. Trattato diretto da F. Galgano, Torino, 2001, 11 s.; M. NOTARI – J. BERTONE, *sub art. 2359*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2008, 706 s.

⁵³ Sull’inquadramento del controllo in termini di “tipo” v., M. LAMANDINI, *Il “controllo”, nozioni e “tipo” nella legislazione economica*, Milano, 1994, 405; M. LAMANDINI, *sub art. 2359*, cit., 751, che richiama, quali possibili contenuti della fattispecie, sia il potere di influire in modo determinante sulle deliberazioni assembleari, al fine della nomina e revoca degli amministratori della società, sia la direzione esterna dell’azione imprenditoriale della società, che si verifica nell’esercizio concreto dell’attività di direzione e coordinamento. Sul tema ed in accezione critica rispetto a quest’impostazione v., M.S. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo*, cit., 462; M. NOTARI, *La nozione di “controllo” nella disciplina antitrust*, Milano, 1996, 207; V. CARIELLO, *“Controllo congiunto” e accordi parasociali*, Milano, 1997, 30 nt. 45.

⁵⁴ M. LAMANDINI, *Il “controllo”*, cit., 405; M. NOTARI – J. BERTONE, *sub art. 2359*, cit., 710.

significativamente l'orientamento assembleare⁵⁵; ovvero, essere l'effetto di un sindacato di voto⁵⁶.

Il tratto unificante delle varie nozioni di controllo di cui all'art. 2359 c.c. consiste nel potere di influenza dominante, ed è questo comune denominatore l'elemento su cui focalizzare l'attenzione per comprendere correttamente cosa significhi detenere il controllo sulla gestione. Per quest'ultimo, infatti, non s'intende affatto il potere di gestire la società, che nella s.p.a. spetta esclusivamente agli amministratori, non essendo ammesse, se non in casi sporadici, ingerenze dei soci nella gestione⁵⁷. L'ambito in esame attiene, invece, alla capacità attraverso il voto di avere un'influenza sull'adozione delle decisioni assembleari: è, quindi, il diritto di voto che assume ruolo centrale nell'individuazione del soggetto che detiene il controllo, perché quest'ultimo è ancorato dal legislatore al potere di adozione delle deliberazioni assembleari.

L'influenza dominante espressamente menzionata al n. 2 dell'art. 2359 c.c., ma implicitamente postulata anche al n. 1 della norma in questione, ha esclusivamente riguardo al potere in assemblea, non invece al potere sulla società nel suo complesso ed in particolare sul comportamento gestionale dei suoi amministratori: il motivo per cui il potere assembleare, che si esercita attraverso il voto, è ritenuto sintomatico di controllo ed indice presuntivo di esso, può agevolmente comprendersi prestando attenzione alla circostanza che il detentore di tale potere, attraverso la possibilità di nomina e revoca degli amministratori, è

⁵⁵ ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di G. Olivieri, G. Presti, F. Vella, Bologna, 2009, 105; F. FERRARA- F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2011, 777.

⁵⁶ F. GALGANO, *I gruppi di società*, cit., 26.

⁵⁷ Sul tema, di ampio respiro, della titolarità della gestione da parte degli amministratori, ai sensi dell'art. 2380-bis c.c., e delle ingerenze dei soci in essa v., *ex multis*, P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni*, Milano, 1975; F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Torino, 2013; G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa-Portale, Torino, 2006, II, 27 ss.; N. ABRIANI, *sub 2380-bis*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di Cottino - Bonfante - Cagnasso - Montalenti, Bologna, 2004, 448 ss.

in grado di conferire un'influenza, seppur indiretta, sull'indirizzo strategico e gestionale della società⁵⁸.

Il potere assembleare a cui fa riferimento l'art. 2359 c.c. non è, chiaramente, insensibile agli spazi concessi all'autonomia statutaria dal legislatore in riferimento alla regolamentazione del diritto di voto: in questo senso, infatti, milita l'opportuno riferimento, al n. 1 della richiamata norma, ai "voti esercitabili"⁵⁹.

La circostanza che non si conteggia l'ammontare del capitale detenuto consente, ai fini della valutazione circa la sussistenza del controllo, di poter tenere conto anche di eventuali limiti statuari che siano atti ad impedire, al socio che formalmente detenga la maggioranza assoluta del capitale ordinario, di essere titolare anche del potere assembleare.

Questo effetto può conseguire, ad esempio, in presenza di una clausola statutaria che sospenda il voto oltre una certa soglia di partecipazione: appare evidente che tale vincolo, ove apposto al socio che detiene la maggiore percentuale di possesso del capitale sociale e quindi potenzialmente idoneo a detenere da solo il potere assembleare, gli faccia perdere la capacità di "disporre della maggioranza dei voti esercitabili" e quindi, di fatto, del controllo.

Orbene, nel regime "un'azione un voto" i voti da considerare ai fini dell'art. 2359 c.c. sono facilmente individuabili perché pari al numero delle azioni possedute: invece, in presenza di deroghe alla proporzionalità tra voto ed azione, i voti rilevanti ai fini della predetta disposizione sono quelli che risultano per effetto dell'applicazione alla partecipazione del fattore moltiplicativo o regressivo, a seconda del caso, previsto in statuto⁶⁰.

Esposta in questi termini la questione, risulta evidente che, almeno in via potenziale, l'introduzione nell'ordinamento del voto plurimo riceva una sua armonizzazione anche per il tramite di questa soluzione normativa: l'azionista a voto plurimo, infatti, può trovarsi a detenere il potere assembleare e quindi il

⁵⁸ In tal senso v. M. LAMANDINI, *sub art. 2359*, cit., 750.

⁵⁹ Cfr. M. LAMANDINI, *op.ult.cit.*, 749.

⁶⁰ In questi termini M. LAMANDINI, *op.ult.cit.*, 756.

controllo della società nei termini innanzi esposti, perché il legislatore si è reso disponibile a determinare la sussistenza del controllo sulla scorta dei “voti esercitabili”, e non dell’aliquota del capitale⁶¹.

Le logiche sostanzialistiche del controllo fuoriescono dalla funzione organizzativa del capitale⁶²: ciò che viene in rilievo, infatti, non è l’ammontare delle azioni ma dei voti di cui ciascun socio dispone.

Quindi, nell’ottica del legislatore, il titolare di una partecipazione con voto plurimo è un potenziale azionista di controllo; tuttavia, affinché egli possa conseguire effettivamente detto potere, vista la stretta correlazione tra voto e controllo, non solo è necessario che sia messo in condizione di esercitare il voto più che proporzionale, ma anche che il suo voto pesi in proporzione alla maggioranza, e, quindi, sotto l’aspetto pratico, che nel calcolo dei *quorum* assembleari possa tenersi concretamente conto della pluralità di voti disponibili.

Quest’aspetto è tutt’altro che pacifico nella letteratura italiana, non essendo stato curato espressamente dal legislatore della riforma in relazione alla fattispecie delle azioni a voto plurimo, ragione per cui, sul computo di esso nel calcolo dei *quorum* assembleari costitutivi e deliberativi si ritornerà nella parte di questo lavoro concernente le problematiche derivanti dall’applicazione dell’istituto. A quella sede, inoltre, si rinviano le considerazioni pratiche ed applicative dell’impatto del voto plurimo sulla tematica in parola, in particolar modo in relazione alle percentuali di possesso azionario necessarie per detenere il controllo da parte dell’azionista a voto plurimo in concorso con azionisti sia a voto singolo che senza voto.

⁶¹ Sull’attitudine delle azioni a voto plurimo ad incidere sul controllo di cui all’art. 2359 c.c. v., N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggioranza del voto: prime considerazioni*, in *Società e Contratti. Bilancio e Revisione*, 2014, 15; M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, in *Riv. not.*, 2014, 939. Ad analoghe considerazioni giunge 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, 95, in riferimento alla fattispecie del voto maggiorato di cui all’art. 127-quinquies t.u.f.

⁶² Sulla funzione organizzativa del capitale si ritornerà nel paragrafo 4.3, al quale si rinvia per ulteriori considerazioni sul tema e per i relativi richiami bibliografici.

3.3 L'impiego delle azioni a voto plurimo nelle "dual class shares" structures

L'efficacia del voto plurimo quale meccanismo idoneo a rafforzare il controllo, trova, probabilmente, la sua massima espressione laddove le azioni a voto plurimo siano emesse con lo scopo di creare una doppia classe di azionisti: sia, quindi, nel caso di concorso con azioni ordinarie, sia e con effetto ancor più evidente - come si vedrà più dettagliatamente nel prosieguo della trattazione - in caso di concorso con azioni del tutto prive del voto⁶³.

L'impiego delle azioni a voto plurimo nelle modalità appena descritte non è nuovo nel panorama internazionale, trovando nel meccanismo cd. *dual class* di elaborazione statunitense la sua massima espressione⁶⁴: emerge, quindi, in tal sede l'interesse a valutare la compatibilità di dette strutture con il mercato, premettendo che tale strumento ben si presta ad essere utilizzato, con le stesse finalità di controllo, anche fuori dal caso di azioni con voto plurimo, come ad esempio nel concorso di azioni a voto singolo con quelle prive del voto.

I sistemi di *dual share ownership*, infatti, rappresentano modalità organizzative delle compagini societarie in uso già da tempo, in relazione al diritto di voto, nei Paesi che già in precedenza e più degli altri, si sono dimostrati favorevoli alle limitazioni del diritto di voto sia in diminuzione che in aumento:

⁶³ È opportuno considerare, fin da ora, che le azioni a voto plurimo, proprio attraverso il ricorso allo schema della doppia classe di azioni, sono in grado di impattare sul controllo nei termini precisati, in quanto se il beneficio della maggiorazione del voto fosse riconosciuto in favore della generalità dei soci esso avrebbe carattere neutrale, non sarebbe cioè in grado di incidere sul controllo con la stessa incisività che consegue al riconoscimento di detto beneficio in favore di un'unica categoria di azionisti.

⁶⁴ Sull'impiego delle *dual class* negli Stati Uniti, fin dalla fine del 1800, v. il recente contributo di B.S. SHARFMAN, *A private ordering defense of a company's right to use dual class share structures in ipos*, in *Villanova Law Review*, Vol. 63, No. 1, 2018, disponibile su <https://ssrn.com/abstract=2986164>. Sul tema v., altresì, G. JARREL – A. POULSEN, *Dual-class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms. The Recent Evidence*, in *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, 129 ss.

vantaggi e svantaggi di questi assetti societari sono stati già ampiamente condotti nella letteratura internazionale, sia di matrice giuridica che economica.

È stato dimostrato che molte imprese ricorrono all'emissione di *dual class shares*, ovvero di due diverse categorie di azioni che conferiscono diversi diritti di voto ed eventualmente patrimoniali, allo scopo di rafforzare la posizione di controllo dell'azionista principale o del gruppo di soci che partecipa al capitale della società⁶⁵: il gruppo di comando, infatti, attribuendosi azioni a voto multiplo, o viceversa, mantenendo la titolarità di azioni munite di voto a fronte delle altre emesse dalla medesima società che ne sono tuttavia interamente prive, può rafforzare la propria posizione di controllo, proteggendosi dal rischio di scalate ostili. La scelta di emettere una doppia categoria di azioni, poi, può essere legata alla volontà da parte del socio fondatore di reperire capitale per finanziare nuovi investimenti, senza tuttavia perdere il controllo.

Non è un caso, infatti, che la maggior parte delle società operanti nel settore tecnologico ad alta crescita, di cui possono costituire valido esempio le esperienze di *Google, Facebook e LinkedIn*, hanno fatto ricorso alle azioni a voto plurimo per mantenere il controllo sulla gestione attraverso il possesso di queste ultime ed allocare sul mercato il maggior numero possibile di azioni ordinarie⁶⁶.

Nella società *Facebook*, ad esempio, il socio fondatore Mark Zuckerberg con il possesso di una percentuale pari al 18% del capitale sociale è riuscito a garantirsi il 57% dei voti esercitabili in assemblea⁶⁷, senza fare ricorso alcuno a meccanismi piramidali o patti parasociali.

⁶⁵ Su segnalazione di M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze*, cit., 501, v. nella letteratura giuridica più recente, GOSHEN – HAMDANI, *Concentrated Ownership Revisited: The Idiosyncratic Value of Corporate Control*, ECGI – Law Working Paper no. 206, 2013, secondo cui l'impiego di *dual class shares*, nella specie delle azioni a voto plurimo, è condizione necessaria per l'apertura al pubblico del capitale; in quella finanziaria v., CHEMMANUR – JIAO, *Dual class IPOs: a theoretical analysis*, in *Journal of Banking & Finance*, vol. 36, 2012, 305-319.

⁶⁶ Cfr. B.S. SHARFMAN, *A private ordering defense*, cit., 5, il quale si sofferma sui benefici che ha tratto la società in seguito all'acquisto della compagnia di software *Instagram* giunta a buon fine grazie al possesso di azioni a voto plurimo da parte dell'azionista e fondatore Zuckerberg. Sul tema v. anche M. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto*, cit., 518.

⁶⁷ Lo ricorda P. MONTALENTI, *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 1084.

Scelte di questo tipo testimoniano come il socio fondatore di maggioranza o, comunque, i soci che rappresentano il gruppo di comando di una società siano incentivati ad adottare una struttura di voto che sia in grado di massimizzare il valore dell'impresa, ambendo a perseguire questo risultato anche attraverso l'allocazione sul mercato delle altre azioni nella misura massima possibile, senza tuttavia perdere il controllo della società⁶⁸; proprio questo atteggiamento ha determinato il proliferare dei meccanismi di gestione del controllo, talvolta delineandosi una vera e propria preferenza verso taluno di essi.

Difatti, diversi studi empirici hanno dimostrato una propensione verso le azioni a voto plurimo, mediante emissione di una doppia categoria di azioni con diversi diritti di voto, rispetto ad altri CEMs, come dimostra la circostanza che, negli ordinamenti che lo consentono, la percentuale di gradimento di detto strumento rispetto, ad esempio, alle strutture piramidali è particolarmente rilevante⁶⁹.

Il dibattito sull'idoneità delle strutture *dual class* a dare vita a forme organizzative efficienti è diffuso da tempo ed ha evidenziato diverse ragioni che

⁶⁸ Già da tempo viene rilevato in letteratura che sussiste un contemperamento di interessi nella scelta di strutture di voto non proporzionali come quella delle azioni con voto plurimo, rappresentato da una parte dal mantenimento del controllo della gestione e dall'altra dal collocamento degli altri titoli azionari con offerta pubblica iniziale o IPO (dall'inglese *initial public offering*) ad un prezzo inferiore rispetto al prezzo con cui potrebbero essere negoziati in ipotesi di meccanismi proporzionali di voto. In tal modo i soci di comando sconterebbero con il controllo la riduzione di valore delle azioni ordinarie. In tal senso v. S. GROSSMAN – O. HART, *One share – one vote anche the Market for Corporate Control*, in *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, 175 ss.; L. ZINGALES, *Insider ownership and the decision to go public*, in *Review of Economics Studies*, 1995, 425 ss.; Y. LIN, *Controlling Controlling-Minority Shareholders: Corporate Governance and Leveraged Corporate Control*, in *Columbia Business Law Review*, 2017, 453 ss. Sul tema si vedano anche le considerazioni di R. GILSON, *Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes*, in *Virginia Law Review* 73, 1987, 808, il quale si dimostra contrario alla conversione del capitale azionario esistente in una struttura dualistica, cioè alla trasformazione di azioni ordinarie in azioni a voto limitato, ma non all'emissione pubblica di una nuova categoria di azioni a voto limitato o senza voto, per consentire di raccogliere capitali freschi senza diluire il controllo del gruppo dominante.

⁶⁹ cfr. INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES – SHEARMAN & STERLING LLP – EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, *Report on the Proportionality Principle*, cit. Detto studio dimostra, tra l'altro, che in Paesi in cui è consentita la maggiorazione del voto il ricorso alle strutture piramidali è pari al 17,35% dei casi, essendo il voto plurimo la tecnica più utilizzata per separare proprietà dal controllo (38,27%).

giustificano il ricorso in misura copiosa ad esse, ragioni probabilmente alimentate anche dalle perplessità sull'inquadramento della regola "un'azione un voto" come sistema ottimale di governo societario.

Sul tema è stato sostenuto che i sistemi azionari dualistici offrono due importanti leve per attirare il gruppo di comando aziendale: una struttura finanziaria flessibile ed un evidente miglioramento del controllo⁷⁰.

Perché questo strumento possa funzionare nel mercato, tuttavia, vi deve essere la disponibilità degli azionisti controllanti a vendere le azioni e quella degli investitori ad acquisire partecipazioni non di controllo: i controllanti, infatti, tendono a mantenere tale posizione nelle proprie mani per ragioni di efficienza e produttività, ma, dall'altro lato, hanno interesse a disinvestire, perché diversamente l'obiettivo di rientrare nell'investimento fatto si allontanerebbe sempre di più, nel caso in cui acquisissero nuove azioni, con un considerevole incremento del rischio⁷¹.

In questo sistema gli investitori sarebbero disposti ad acquisire azioni prive del diritto di voto, in quanto accettano la massimizzazione della ricchezza che deriva dalle scelte di *governance* aziendale adottate dai soci fondatori⁷²; inoltre, in loro favore il sistema *dual class* offre garanzie di maggiore trasparenza in caso di IPO rispetto alle strutture piramidali che rendono difficile al pubblico capire chi controlli una società⁷³. Di contro, il mancato controllo della società di cui gli investitori diventano partecipi, viene solitamente recuperato attraverso la previsione di un prezzo scontato per le azioni a voto escluso o limitato: è stato, infatti, sostenuto che le offerte iniziali di acquisto di tali tipologie di azioni non

⁷⁰ M. VENTORUZZO, *The Disappearing Taboo*, cit., 3; L.A. BEBCHUK – K. KASTIEL, *The Untenable Case For Perpetual Dual-Class Stock*, in *Virginia Law Review*, vol. 103, n. 4, 2014, 585 ss., disponibile su www.heinonline.org; B.S. SHARFMAN, *A private ordering defense*, cit.

⁷¹ J. SHEN, *The Anatomy of Dual Class*, cit., 485 ss.

⁷² B.S. SHARFMAN, *A private ordering defense*, cit., 8; J. SELIGMAN, *Equal Protection*, cit., 687.

⁷³ J. SHEN, *The Anatomy of Dual Class*, cit., 485 ss.; A. SANTORO – C. DI PALMA – P. GUARNIERI - A. CAPOGROSSO, *Deviations from the "one share – one vote"*, cit., 148; G. FERRARINI, *Share Ownership, Takeover Law and the Contestability of Corporate Control*, in *Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends*, disponibile su <https://ssrn.com/abstract=265429>.

possono pregiudicare mai gli investitori, in quanto questi sono tutelati proprio dal prezzo inferiore⁷⁴.

Dal canto loro, i soci fondatori sono indotti all'adozione di questo sistema, atteso che esso, proprio in quanto consente di non perdere il controllo della gestione, comprime i costi di agenzia e quelli di *governance*⁷⁵.

Di converso, tra gli svantaggi connessi alla scelta di un sistema a doppia classe di azionisti viene annoverata la possibilità da parte dei controllanti di creare uno scorporo dei diritti di voto da quelli patrimoniali infinite volte, così da potere ampliare al massimo la forbice tra diritti di gestione ed interessi economici, anche fino all'ipotesi estrema di mantenere il voto senza alcun interesse economico⁷⁶.

Non è mancato, infine, chi ha sostenuto che la scelta di una struttura *dual class* al fine della quotazione nei mercati regolamentari, sarebbe efficiente solo al tempo dell'offerta iniziale di acquisto delle azioni, poiché, decorso un certo periodo dall'IPO, i potenziali vantaggi ad essa connessi sono destinati a diminuire mentre i costi ad aumentare sicché, al fine di limitare l'impiego di questo schema nella sola fase in cui esso si rivela efficiente, si propone di evitare soluzioni perpetue, e quindi di prevedere, ad esempio, la decadenza dal beneficio del voto plurimo decorso un dato termine, salvo che la perpetuità non sia stata approvata anche dagli azionisti non controllanti⁷⁷.

Nonostante le considerazioni qui riportate pongano in evidenza aspetti tanto positivi quanto negativi dell'emissione di azioni a voto plurimo con strutture azionarie a doppia classe, permane da quest'indagine un dato certo: la considerevole diffusione di quest'impiego delle azioni a voto plurimo esalta l'idoneità di esse ad incidere sul controllo senza eccessivo dispendio di risorse

⁷⁴ D.R. FISCHER, *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock*, in *University of Chicago Law Review*, 54, 1987, 119.

⁷⁵ B.S. SHARFMAN, *A private ordering defense*, cit., 5, il quale evidenzia che gli investitori accettano i governi societari privati, attuati attraverso le classi di azioni, anche perché ne riconoscono efficienza e massimizzazione della ricchezza con costi al minimo.

⁷⁶ J. SHEN, *The Anatomy of Dual Class*, cit., 485 ss.

⁷⁷ In tal senso v., L. A. BEBCHUK – K. KASTIEL, *The Untenable Case For Perpetual Dual-Class Stock*, cit., 585 ss.

economiche, un effetto questo che ha certamente inciso sul proliferare della fattispecie.

4. L'incidenza delle azioni a voto plurimo sulla proporzionalità tra voto ed azione: l'abbandono del principio "un'azione – un voto" e la spinta verso l'affermazione di un principio di non proporzionalità

4.1 "One share one vote": un principio universale?

Il principio "un'azione un voto", noto nella letteratura internazionale con l'espressione *one share one vote*, non è altro che la sintesi del ricorrere di un rapporto di proporzionalità tra diritto di voto spettante all'azionista ed ammontare della partecipazione da questi detenuta, per cui ad ogni azione è attribuito sempre e comunque un voto. Appare evidente che le azioni a voto plurimo, potendo attribuire al titolare di esse un massimo di tre voti per azione, si pongano in antitesi con detto canone fino a scalfirne la portata ed a porre nel dubbio la sua riconoscibilità nell'ordinamento interno come principio cogente.

Volendo indagare in tal senso per fornire una risposta al quesito, appare necessario compiere un percorso cognitivo che, per esigenze di completezza, non può che muovere le fila da un'analisi sull'impatto di tale canone organizzativo prima a livello statunitense ed europeo e poi nel diritto interno.

Questo atteggiamento potrebbe risultare premiante: difatti, se dagli esiti di questa ricerca dovesse emergere che il principio in questione risulti essere seguito scrupolosamente anche a livello europeo, nel diritto interno potrebbe avere una solida causa la volontà di imporre l'osservanza della proporzionalità tra azione e voto, non foss'altro che in via di armonizzazione⁷⁸. D'altronde, ove tale istanza risultasse fondata e successivamente recepita a livello normativo dal legislatore,

⁷⁸ L'osservazione è di G. FERRARINI, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 235, tema già affrontato nella precedente pubblicazione G. FERRARINI, *Un'azione – un voto: un principio europeo?*, in *Rivista delle società*, 2006, 24 ss.

non ci troveremmo certamente dinanzi ad un episodio nuovo o sporadico, essendosi verificato già più volte e per diverse tematiche del diritto societario che il legislatore interno si sia adeguato agli *standard* europei, nel tentativo di un'armonizzazione normativa. Nel caso contrario, invece, in cui si dovesse dimostrare che anche negli altri ordinamenti l'osservanza di questo canone non è rigida, al punto tale da ritenere che in esso non possa individuarsi un principio, si potrebbe trovare in detto esito un'ulteriore argomentazione a fondamento, anche nel diritto interno, dell'ammissibilità di deviazioni dalla proporzionalità tra voto ed azione, confermandosi, sotto più ampio raggio, la natura non imperativa della regola.

La politica legislativa concernente la regola “un'azione un voto” ruota intorno a due principali tendenze: una di carattere liberal-democratico, che considera la regola in questione una norma imperativa, in corrispondenza con la vigenza nella materia societaria del principio plutocratico; l'altra liberal-conservatore che consente all'autonomia statutaria di derogare al principio di proporzionalità in modo più o meno esteso⁷⁹.

L'orientamento liberal – democratico, afferisce alla concezione anglo – americana di capitalismo societario fortemente seguita nel mercato⁸⁰, infatti il principio “un'azione un voto” incontra il gradimento degli investitori istituzionali che sono rassicurati dall'uguaglianza nel voto di ciascun azionista, nonché, dalla corrispondenza tra rischio d'impresa e potere di gestione sottesa alla regola, oltre che da strutture societarie trasparenti⁸¹. Diversi studi teorici, tra cui quello a cura

⁷⁹ G. FERRARINI, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 235.

⁸⁰ Esempi di come negli Stati Uniti, intorno alla prima metà del novecento, le deviazioni dalla regola “un'azione un voto” siano state ostacolate sono rappresentati, in particolare, dall'intervento del Presidente Roosevelt contro i gruppi piramidali, che vennero scoraggiati sul piano fiscale attraverso la doppia imposizione dei dividendi (si veda sul tema il contributo di R. MORCK, *Why Some Double Taxation Might Make Sense: The Special Case Of Inter-Corporate Dividends*, University of Alberta Centre For Financial Research Working Paper no. 03-01, 20 marzo 2003, disponibile su <http://ssrn.com/abstract=369220>), nonché, dall'atteggiamento adottato dalla Borsa di New York (già citato al paragrafo 2.1) che, a far data dal 1926 e per un lungo periodo di tempo, impedì alle società emittenti il ricorso a strutture azionarie dualistiche che comportassero una deroga al principio.

⁸¹ Si veda sul punto il contributo di E.V. FERRAN, *Company Law and Contractual Freedom: A UK Perspective*, in *Regole del mercato e mercato delle regole*, a cura di G. Carcano, C. Mosca,

di Grossman e Hart⁸², hanno dimostrato, infatti, che in determinate circostanze “un’azione un voto” è la struttura azionaria ottimale⁸³.

La seconda tendenza, invece, riflette la concezione europea del capitalismo, in cui è considerata condizione normale la circostanza che le società siano condotte dai soci fondatori muniti del controllo sulla gestione, il quale difficilmente costituisce oggetto di trasferimenti all’interno del mercato, con la conseguenza che in questo schema è prevalente l’interesse conservatore alla stabilità della gestione per lungo tempo⁸⁴. L’evidente differenza tra questi due approcci fa sì che la contendibilità del controllo sia un valore soprattutto nel primo, dove si consente a chi intende investire nell’impresa di poter conseguire il controllo, verso il corrispettivo del prezzo richiesto per esso, in un mercato competitivo⁸⁵.

Bisogna considerare, tuttavia, che nessun sistema si conforma perfettamente secondo l’una o l’altra concezione⁸⁶. Infatti, il panorama odierno testimonia l’esistenza di continue commistioni tra esse: ne costituiscono valido esempio le già citate sorti che hanno interessato le società *Google* e *Facebook*, ovvero, il

M. Ventrizzo, Milano, 2016, 125. Sulla sorte del principio “un’azione un voto” negli Stati Uniti v., L. LOSS – J. SELIGMAN, *Securities Regulation*, New York, 2003, 1833 ss.; A. BERLE – G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New Brunswick rev., 1968, 69.

⁸² S. GROSSMAN – O. HART, *One share – one vote*, cit., 175 ss. Per un approfondito commento nella legislazione italiana sullo studio in parola v. G. FERRARINI, *Un’azione – un voto*, cit., 32 s., 51ss.

⁸³ Sulla circostanza che l’adozione del principio “un’azione un voto” costituisca il sistema di *governance* più efficiente v., *ex multis*, ENRIQUES, *Gruppi piramidali, operazioni intragruppo, e tutela degli azionisti esterni: appunti per un’analisi economica*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 698, 708 s.; F.H. EASTERBROOK – D.R. FISCHER, *The Economic Structure*, cit., 88; F.H. EASTERBROOK – D.R. FISCHER, *Voting in Corporate Law*, in *J. Law & Econ.*, 1983, 395; GREENS – CLOTTENS, *One Share-One Vote: Fairness, Efficiency and (the Case for) EU Harmonisation Revisited*, in *The European Company Law Action Plan Revisited. Reassessment of the 2003 priorities of the European Commission*, a cura di Hopt, Greens, Lovanio, 2010, disponibile su www.ssrn.it; S. GROSSMAN – O. HART, *One share – one vote*, cit., 175 ss. Nella letteratura italiana v., S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D’ERAMO – N. LINCIANO, cit., 9; E. BARCELLONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato*, Torino, 2012, 175 ss.

⁸⁴ G. FERRARINI, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 237.

⁸⁵ G. FERRARINI, *ibidem*.

⁸⁶ Cfr. R. GILSON, *Controlling Shareholders*, cit., 1642 ss., sulla teoria della *corporate governance* che richiama la problematica in esame; G. FERRARINI, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 239.

proliferare nell'Europa continentale di società con azionariato diffuso simili alle grandi *corporations* americane e inglesi.

A supporto di queste considerazioni sovengono gli studi empirici e teorici pubblicati nella letteratura economico – giuridica, a cui si è già fatto cenno nelle precedenti pagine di questo lavoro, che, proprio in quanto afferenti a società quotate, continentali e non, che fanno ricorso a meccanismi di rafforzamento del controllo, come le strutture azionarie dualistiche con azioni a voto multiplo, lasciano intendere come la legislazione di riferimento legittimi comportamenti che danno per acquisita la possibilità di deviare dalla regola di proporzionalità tra voto ed azione⁸⁷.

Tra essi, merita di essere esaminato più nel dettaglio, il già citato studio promosso dalla Commissione Europea e condotto nel 2007 dall'*Institutional Investor Services* (ISS) di concerto con lo *European Corporate Governance Institute* (ECGI) e lo studio legale *Sherman & Sterling*⁸⁸.

Tale approfondita indagine nei sistemi di voto, europei e non, per quanto fosse stata incentivata dall'interesse della Commissione Europea ad elevare il principio di proporzionalità tra voto ed azione al rango di norma imperativa del diritto comunitario, è finita col dimostrare, tra l'altro, che negli stati i cui regimi sono stati esaminati, la regola “un'azione un voto” non è applicata in maniera rigida e soprattutto che, non essendo possibile riscontrare argomentazioni univoche a sostegno di tale principio, non potevano da esso trarsi ragioni sufficienti alla giustificazione di un intervento comunitario sul tema⁸⁹.

⁸⁷ Cfr. S. GROSSMAN – O. HART, *One share – one vote*, cit., 175; O. HART, *Firms, Contracts anche Financial Structure*, Oxford, 1995, 186; G. JARREL – A. POULSEN, *Dual-class*, cit., 129; *Comparative Study og the Corporate Governance Codes relevant to the European Union and its Member States*, disponibile su http://europa.eu.int/comm/internal-market/en/company/mews/corp-gov-codes-rpt_en.htm.

⁸⁸ cfr. INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES – SHEARMAN & STERLING LLP – EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, *Report on the Proportionality Principle*, cit. Sulla validità - ancora attuale - dei risultati di questo studio si pronuncia M. S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo*, cit., 135.

⁸⁹ Tali conclusioni furono suffragate anche dai risultati emersi da analogo studio avente ad oggetto oltre 4000 società europee: si tratta dell'indagine condotta nel 2006 a cura di Bennedsen e Nielsen. In argomento v., S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D'ERAMO – N. LINCiano, cit., 10.

A tale esito i predetti esperti sono giunti mediante un'analisi complessa, per vari passaggi: dopo l'esame dei meccanismi di correlazione tra potere sociale e proprietà finanziaria esistenti nella pratica economica, si è passati ad un esame dettagliato delle strutture di voto concretamente adoperate dalle imprese al vaglio, da cui è emerso che tra i vari ordinamenti coinvolti - sedici Stati Membri e tre extraeuropei - non solo non si persegue una stretta applicazione del principio di proporzionalità, ma, anche gli Stati che riconoscono la valenza dispositiva della regola "un'azione un voto" ne ammettono eccezioni, come azioni con voto privilegiato, gruppi piramidali e sindacati di voto.

È di agevole comprensione la circostanza che l'atteggiamento favorevole dei legislatori stranieri verso meccanismi in grado di generare una deviazione dalla regola proporzionale, sia il più delle volte determinato dall'andamento dei mercati e dalle *policy* che sono state seguite dalle maggiori borse: un esempio di come le scelte dei mercati regolamentati o esigenze contingenti della politica siano in grado di interferire in tali equilibri si rinviene, come visto, nell'esperienza americana, essendo piuttosto gli investitori istituzionali che, di converso, invocano il rispetto del principio "un'azione un voto" come sistema più trasparente⁹⁰.

In Europa, pur essendo prevalso il secondo approccio, quello liberal-conservatore, non sono mancati tentativi di condivisione delle prerogative afferenti la tendenza liberal-democratica: il riferimento è, in particolare, alla proposta di riforma del governo societario e delle OPA confluita nel cd. *Winter Report* di Bruxelles del 10 gennaio 2002⁹¹, in cui si proponeva l'adozione di una regola di neutralizzazione dei vari meccanismi statutari di moltiplicazione o limitazione del voto, da applicarsi nel caso di lancio di un OPA proprio al fine di incentivare la

⁹⁰ Sul punto si vedano anche le considerazioni di M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo*, cit., 134 ss., che evidenzia come le deviazioni dal principio proporzionale tra voto ed azione siano anche influenzate da esigenze contingenti della politica.

⁹¹ Si tratta del già citato Rapporto del Gruppo ad alto livello di esperti di diritto societario sulle questioni riguardanti le offerte pubbliche di acquisto, *Report on Issues Related to Takeover Bids*, Bruxelles, del 10 gennaio 2002, consultabile su http://ec.europa.eu/international_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg_report_en.pdf. Sul quale v., più ampiamente, G. FERRARINI – K. HOPT – J. WINTER – E. WYMEERSCH, *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford, 2004, 539 ss.

contendibilità del controllo e la possibilità di agevolare il ricambio degli amministratori, una volta giunta a buon fine l'offerta per il controllo, indebolendo, di contro, gli strumenti volti al suo rafforzamento, come le azioni a voto multiplo e le azioni a voto maggiorato⁹².

La direttiva sulle OPA che è seguita nel 2004⁹³, recependo le citate raccomandazioni, viene in rilievo sul tema in esame per il sostegno che essa pare prestare al principio “un'azione un voto”, aspetto questo, per il vero, non unanimamente condiviso dalla dottrina. Difatti a fronte di chi ha affermato che tale direttiva fissi “il principio “un'azione un voto” come *standard* europeo”⁹⁴, vi è stato chi ha ritenuto che essa non contenga “un chiaro orientamento a sostegno del principio”⁹⁵. Quest'ultimo Autore, infatti, a suffragio della propria posizione evidenzia che l'assunto a favore di una configurazione come principio sorge, invero, in relazione ai requisiti di trasparenza fissati nella direttiva, riconoscendo che essi sono - effettivamente ed implicitamente - basati sul sistema “un'azione un voto”; tuttavia, la circostanza che il principio in questione sia sotteso alle regole di trasparenza della direttiva è ben lontana dal dimostrare che esso sia un principio del diritto europeo: piuttosto la regola di neutralizzazione evidenzierrebbe solo che “un'azione un voto” è un principio più auspicato che effettivo⁹⁶, nessun paese in Europa, come dimostrato in precedenza, segue in modo inflessibile la regola “un'azione un voto”⁹⁷.

⁹² Nel senso di poter elevare il principio di proporzionalità “un'azione un voto” al rango di norma imperativa di diritto comunitario v., altresì, l'*Action Plan* del 2003 della Commissione Europea, cit.

⁹³ Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 concernente le offerte pubbliche di acquisto, 2004, GU L142/12. In argomento v. EDWARDS, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper it's Written On?*, in *European Company And Financial Law Review*, 2004, 416; D. ROMANO – S. CASAMASSIMA, *European directive 25/2004/EC and the Rules on Defenses in Takeover Bids*, in *Bocconi Legal Papers*, 7, 2016, 73 ss.

⁹⁴ H. HIRTE, *The Takeover Directive – a Mini-Directive on the Structure of the Corporation: Is it a Trojan Horse?*, in *European Company and Financial Law Review* 1, 2004, 10.

⁹⁵ G. FERRARINI, *Un'azione – un voto*, cit., 42.

⁹⁶ Così G. FERRARINI, *op.ult.cit.*, 43.

⁹⁷ Cfr. M. VENTORUZZO, *The Disappearing Taboo*, cit., 3; M. S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo*, cit., 134 ss.

Le considerazioni fin qui riportate consentono, in buona parte, di ritenere che il tramonto del principio “un’azione un voto” non costituisca una peculiarità del nostro ordinamento, riguardando anche il contesto internazionale, sicché non paiono sussistere le condizioni per un’armonizzazione con quest’ultimo, nel senso cioè di una riaffermazione del principio in parola attraverso le altre legislazioni, residuando solo l’opportunità di passare in rassegna le vicende che ne hanno segnato la sorte nel diritto interno.

4.2 La regola “un’azione un voto” nel diritto interno: dalla sua affermazione come principio alla progressiva erosione per il tramite delle riforme che hanno interessato il diritto di voto

Il legislatore italiano ha cristallizzato la regola “un’azione un voto” all’art. 2351, comma 1, c.c., venendo ad essa riconosciuta, fin dalla sua prima stesura, l’importante funzione di ripartire il potere in perfetta sintonia con la misura della partecipazione al rapporto sociale, in linea con il regime capitalistico al quale sono improntate tutte le società di capitali⁹⁸. Ciò nonostante, è agevole sostenere che anche nel diritto interno la tenuta cogente di questo principio e delle regole di cui esso si compone, sintetizzate per brevità nelle locuzioni “nessun voto senza azione, nessuna azione senza voto e ogni azione ha un voto soltanto”, sia stata messa in dubbio fin dalla sua affermazione, dapprima in modo blando e nel tempo in misura via via crescente.

Al fine di poter efficacemente comprendere quanto ed in che modo il voto plurimo ha scalfito il principio “un’azione un voto”, può essere opportuno prestare attenzione agli accadimenti che ne hanno segnato l’affermazione e, nel tempo, una sua lenta seppur costante erosione.

⁹⁸ Cfr. G.P. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011, 26.

Il fondamento del principio “un’azione un voto” nella legislazione interna si fa risalire al Codice del Commercio del 1882 che, all’art. 164, comma 1, interrompendo la diffusa prassi della concentrazione del voto in capo ai principali azionisti attraverso la predisposizione di tetti minimi di voto, disponeva in via imperativa, il principio per cui ad ogni azionista spetta il diritto di voto nelle assemblee generali⁹⁹. Invero vi è da dire che contestualmente a detta regola, veniva introdotto anche un sistema di voto a scalare che, salvo diversa previsione statutaria, sottraeva il voto ai soci con partecipazioni superiori ad una certa soglia, allo scopo di conferire anche ai piccoli azionisti una capacità deliberativa effettiva: un sacrificio alla proporzionalità del voto che avrebbe consentito all’azionista possessore anche di una sola azione di avere un rilevante potere decisionale.

Dal riconoscimento del diritto di voto a ciascun azionista alla proporzionalità tra voto e partecipazione, il passaggio fu breve: infatti, il principio «un’azione un voto», preso anche in considerazione in luogo del voto scalare in taluni progetti di riforma al Codice di Commercio¹⁰⁰, confluì nell’art. 2351 del codice civile del 1942, con la formula “ogni azione attribuisce il diritto di voto”, senza alcuna precisazione circa la facoltà dell’autonomia statutaria di derogarvi¹⁰¹. La distinzione tra le due norme è evidente: si è passati, infatti, dal voto attribuito all’azionista al voto attribuito all’azione, quasi come se, ancorando il voto all’azione, questo diventasse ancora più concreto, perché intriso della patrimonialità di cui l’azionista, quale soggetto, è ontologicamente privo. Le

⁹⁹ In questi termini G.P. LA SALA, *op. ult. cit.*, 10, al quale si rinvia anche per una più esaustiva trattazione del diritto di voto nel periodo antecedente il Codice del Commercio del 1882.

¹⁰⁰ Il riferimento è ai progetti Vivante del 1922, D’Amelio del 1925 e Asquini del 1940, sui quali si avrà modo di soffermarsi nel secondo capitolo, al quale sia consentito rinviare per le ulteriori considerazioni in argomento.

¹⁰¹ La dottrina era, infatti, divisa in merito alle possibilità di deroga al principio. In senso favorevole alla deroga v., A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in *Riv. soc.*, 1961, 933; M. CASELLA, *Legittimità del voto scalare nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1973, 417; G. FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano* fondato da Vassalli, X, 3, Torino, 1987; L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, Milano, 1999, 164 e 176. *Contra*, M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, II, Torino, 1998, 50; A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, 63 s., 110 ss. Cfr. altresì, M. MAROCCHI, *Sull’attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Contr. impr.*, 2014, 224.

ragioni di tale scelta normativa appaiono comprensibili alla luce del contesto socio-economico coevo alla codificazione del '42: a quel tempo, infatti, si assisteva ad un comune processo di standardizzazione della partecipazione nella società di capitali e dei diritti ad essa inerenti, a cui non si era sottratto neanche il codice civile, nella sua prima formulazione¹⁰²: assunta l'azione come unità minima di partecipazione al capitale, il suo titolare si trovava in possesso di una serie di diritti ancorati alla medesima secondo il principio di uguaglianza - sicché diritti sociali e valore nominale risultavano uguali tra le azioni del medesimo tipo - e quello cd. di «democrazia plutocratica», cioè della proporzionalità diretta tra il numero delle azioni possedute e l'entità dell'interessenza e dell'ingerenza dei soci nella società, affinché vi potesse essere una chiara equiparazione tra potere economico e proprietà della ricchezza¹⁰³. Sulla scorta di quest'esigenza veniva riconosciuto a colui che più rischiava con il proprio investimento il godimento dei diritti sociali in misura proporzionale al rischio e, quindi, al sacrificio sopportato con la sottoscrizione delle azioni¹⁰⁴.

La regola plutocratica posta alla base del regime capitalistico, dunque, garantendo una proporzione tra forza di voto e partecipazione azionaria, finiva con l'assicurare il buon funzionamento dell'impresa societaria per più ragioni: i soci che rappresentano la maggioranza del capitale hanno maggiore attitudine ad agire nell'interesse collettivo, in quanto più l'impresa è redditizia, maggiori sono i benefici che questi ne traggono, subendo di converso in misura maggiore i costi di una scelta inefficiente, il che determina una minore inclinazione di detta

¹⁰² Sulla standardizzazione dei diritti sociali v., S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D'ERAMO – N. LINCIANO, cit., 23 ss. e 25 nt. 69 per ulteriori riferimenti bibliografici.

¹⁰³ Cfr. F. GALGANO, *Storia del diritto commerciale*, Bologna, 1976, 115 ss.; P. MONTALENTI, *Democrazia industriale e diritto dell'impresa*, Milano, 1981; J. BONELL, *Democrazia industriale e diritto societario nella legislazione comunitaria*, in *Giur. comm.*, 1982, I, 369. Sul tema si vedano anche le considerazioni di L. SCHIUMA, *Governo societario ed esercizio del diritto di voto*, in *Quad. riv. dir. civ.*, Padova, 2014, 18 ss.

¹⁰⁴ Riflessione questa che già evidenzia il legame tra la tematica in oggetto ed il principio di proporzionalità nella correlazione rischio potere.

maggioranza a perseguire, attraverso il voto, interessi personali in conflitto con quello sociale¹⁰⁵.

L'adozione di detto canone di proporzionalità, tuttavia, se, da un lato, era parsa sicuramente evidente in riferimento al diritto agli utili ed al diritto alla quota di liquidazione - come testimonia l'art. 2350 c.c. già nella sua originaria formulazione - nonché con riguardo al diritto di opzione nella sottoscrizione di azioni di nuova emissione, a fronte di un aumento oneroso del capitale sociale - come recita l'art. 2441 c.c., secondo cui dette azioni sono offerte in opzione ai soci in misura proporzionale alla partecipazione da questi già posseduta - dall'altro, con espresso riguardo ai diritti amministrativi, non era avvenuta in maniera altrettanto espressa.

Difatti, secondo una dottrina, l'accennata standardizzazione dei diritti sociali restava estranea al più importante dei diritti amministrativi, il diritto di voto, con la conseguenza che l'asserita regola «un'azione un voto», seppur codificata all'art. 2351 c.c., era destinata a non affermarsi mai come regola cogente, sicché, già nella formulazione originaria della norma, essa pareva assumere carattere meramente dispositivo¹⁰⁶. Una posizione, questa, che oggi potremmo definire avanguardista, tenuto conto delle riforme che hanno aperto la strada al voto non proporzionale nell'accezione più ampia del termine¹⁰⁷, nonché del comprovato

¹⁰⁵ Cfr. G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 31 ss.

¹⁰⁶ Difatti l'art. 2351 c.c. nella sua originaria formulazione prevedeva le azioni con voto limitato alle delibere dell'art. 2365 c.c., munite, tuttavia anche del privilegio di carattere patrimoniale. Per la natura dispositiva del principio, già prima della riforma del 2003 v., tra gli altri, G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 1 ss.; A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub art. 2351*, in *Società di capitali, Commentario*, a cura di G. Niccolini- A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 301; A. ANGELILLIS – M.L. VITALI, *sub art. 2351*, cit., 399.

¹⁰⁷ Dovendosi intendere per tale non solo quella che consente il ricorso a regole di attribuzione del voto diverse dal possesso azionario, quale è per l'appunto il voto capitario, ma anche le alterazioni della regola un'azione un voto in senso meno che proporzionale, con l'emissione di azioni prive del voto, e più che proporzionale, con l'introduzione nel 2014 delle azioni a voto plurimo, nonché le clausole di tetto massimo e voto scalare *infra* descritte, quali limiti di voto a valenza generale in quanto riferiti a parità di condizioni all'intero corpo votante.

ridimensionamento dei benefici scaturenti dal principio capitalistico nell'ambito delle società chiuse con base sociale omogenea e compatta¹⁰⁸.

Al di là delle perplessità avanzate dalla dottrina sulla sua portata dispositiva, era noto che la regola «un'azione un voto», come argutamente rilevato, costituiva già al tempo la “massima espressione del principio di proporzionalità”¹⁰⁹ ed indicava la coincidenza tra l'azione, quale unità minima di partecipazione al capitale della società per azioni ed i voti esercitabili in assemblea, sicché, in linea di massima, potevano esservi tanti voti quante erano le azioni in cui risultava suddiviso il capitale sociale, indipendentemente, pertanto, dal valore nominale della singola azione¹¹⁰.

Le ragioni che col tempo hanno portato con sempre maggior fermezza a considerare la regola “un'azione un voto” un canone non più cogente paiono comprensibili e condivisibili proprio alla luce degli interventi normativi succedutisi, che hanno inciso, seppur indirettamente, sulla centralità della regola di proporzionalità del voto: dall'ammissibilità del voto meno che proporzionale con le azioni a voto escluso e limitato di cui ai commi secondo e terzo dell'art. 2351 c.c., alla più recente legittimazione delle azioni con diritto di voto più che proporzionale. Queste riforme, seppur non simultaneamente sono state in grado di incidere su tutte e tre le regole cardine che hanno da sempre permeato il principio in analisi: nessun voto senza azione, nessuna azione senza voto, ogni azione ha un voto soltanto¹¹¹.

¹⁰⁸ Di detta circostanza riferisce G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 34 s., il quale di contro esalta la possibilità delle società chiuse con esiguo numero di soci e stabilità di base sociale di avvantaggiarsi di un regime di voto non proporzionale, quale potrebbe essere il voto per teste e non per quote di interesse.

¹⁰⁹ Espressione imputabile a A. POMELLI, *Rischio d'impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 511.

¹¹⁰ Sul tema va osservato che, laddove si ammettessero azioni di diverso valore nominale, come accade in Germania, il rispetto del principio capitalistico potrebbe essere ugualmente assicurato attribuendo ai soci una forza di voto che sia proporzionale non, per l'appunto, al numero di azioni, bensì, al valore nominale di esse.

¹¹¹ A. BUSANI – 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 maggiorato*, in *Società*, 2014, 1049; S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D'ERAMO – N. LINCiano, cit., 19 e 29.

La prima postula che il voto, quale diritto esercitabile nell'assemblea generale dei soci, sia attribuito solo alle azioni: ciò, già sulla scorta del sistema del codice civile del 1942, escludeva l'attribuzione del voto a soggetti che non avessero la titolarità del diritto di proprietà o di un diritto reale minore sulle azioni, ivi compreso il pegno.

Una prima spallata a tale principio si è avuta nel 2003, quando il legislatore della riforma ha riconosciuto all'art. 2351, comma 5, c.c. ai portatori di strumenti finanziari diversi dalle azioni un diritto di voto su argomenti specificatamente indicati; si tratta, in particolare, degli strumenti finanziari partecipativi di cui agli artt. 2346, comma 6, c.c. e 2349, comma 2, c.c., gli uni emessi a fronte di un apporto di soci o terzi, gli altri riservati a titolo gratuito ai dipendenti della società o di società da questa controllate. Per quanto le citate disposizioni escludano espressamente il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti, pare evidente che solo quest'ultima sia la sede corretta nella quale i portatori dei predetti titoli possono esercitare il diritto di voto riconosciutogli, restando altrimenti la previsione normativa priva di effetto¹¹². Ciò confermerebbe, quindi, la portata derogatoria dell'intervento normativo.

La seconda regola vuole che il diritto di voto sia riconosciuto a ciascuna azione: nell'originaria disposizione del codice del 1942 non era possibile, infatti, privare del tutto i soci del diritto di voto, dovendo questo essergli perlomeno riconosciuto in tutte le delibere dell'assemblea straordinaria¹¹³.

¹¹² È stato evidenziato che certamente i voti espressi dai possessori di strumenti finanziari si cumulano con quelli degli azionisti, concorrendo così al raggiungimento del quorum deliberativo necessario, tuttavia, in riferimento alla modalità di esercizio del voto si ritiene legittima tanto la previsione che il voto sia esercitato nell'assemblea dei soci quanto quella che sia esercitato al di fuori della stessa, anche attraverso la raccolta separata delle dichiarazioni, in seno all'assemblea speciale. Sul tema si vedano, *ex multis*, le considerazioni di A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, 2012, Torino, 275 ss.; R. CAVALLO BORGIA, *Società per azioni, II, Delle obbligazioni*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, art. 2410-2420-ter, Bologna, 2000, 30.

¹¹³ L'art. 2351, comma 2, c.c. nella previgente formulazione così disponeva «L'atto costitutivo può tuttavia stabilire che le azioni privilegiate nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società abbiano diritto di voto soltanto nelle deliberazioni previste nell'art. 2365 c.c. Le azioni con voto limitato non possono superare la metà del capitale sociale».

Anche questo postulato, in seguito alla riforma del 2003, che ha radicalmente modificato il secondo comma dell'art. 2351 c.c., non può dirsi ormai più di carattere cogente, vista l'ampia gamma di facoltà concesse all'autonomia privata di derogarvi mediante l'emissione di azioni prive del diritto di voto, a voto condizionato o limitato, nonché attraverso le clausole di voto a scalare e di tetto massimo¹¹⁴.

La circostanza che le citate innovazioni, pur spezzando la previgente e quasi assoluta inscindibilità del binomio esistente tra voto e proprietà di azioni, non consentissero incrementi del diritto di voto, da una parte confermava l'inderogabilità del principio generale - di cui alla terza regola - secondo cui il voto poteva essere attribuito in misura inferiore al capitale investito nell'acquisto delle azioni, ma non in misura maggiore, quindi non oltre l'investimento stesso; dall'altra, come acutamente osservato ed anticipando considerazioni esplicate più dettagliatamente in prosieguo, riconosceva ancora una centralità al rapporto di correlazione tra rischio e potere, la cui proporzionalità poteva essere derogata, successivamente alla grande riforma del diritto societario, solo in *peius*: difatti si consentiva l'attribuzione del potere in misura inferiore al rischio ma mai maggiore¹¹⁵.

Si andava palesando, in occasione di tali eventi, un quadro nitido della visione del principio "un'azione un voto": parte della dottrina sottolineava il carattere meramente dispositivo e residuale dello stesso¹¹⁶, avendo il legislatore

¹¹⁴ Invero, in riferimento alle società quotate questa seconda regola era già stata derogata nel 1974, quando l'art. 14 del d.l. 8 aprile 1974, n. 95, convertito in legge 7 giugno 1974, n. 216, introdusse nell'ordinamento le "azioni di risparmio", totalmente prive del diritto di voto ma dotate di privilegi di natura patrimoniale, il cui contenuto, modalità e termini di esercizio del diritto è ancor oggi rimesso alla discrezionalità dei soci, così riconoscendo alla società emittente ampia autonomia statutaria.

¹¹⁵ In questo senso, A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Le azioni*, cit., 1050.

¹¹⁶ L. CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 202; G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, 2007, 144; C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004, 170; A. POMELLI, cit., 510; M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo – G.B. Portale, I, Torino, 2004, 32 nt. 56. Nel senso che il principio "un'azione un voto" valga come norma dispositiva o suppletiva, ovvero come norma applicabile in mancanza di diversa disposizione statutaria v., M. S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo*, cit., 135 nt.

medesimo rimesso all'autonomia privata la facoltà di derogarvi attraverso una pluralità di strumenti; secondo altri, invece, il tradizionale canone di proporzionalità tra partecipazione e voto, per quanto stemperato dalle novità legislative nella sua portata pratica, non perdeva la sua natura di principio¹¹⁷, al punto tale che le deviazioni da esso dovessero considerarsi mere eccezioni, comunque contenute entro precisi limiti¹¹⁸.

A fondamento del fatto che la regola “un'azione un voto” potesse ancora considerarsi un vero principio - e ritengo che focalizzare l'attenzione su questo punto sia centrale nella trattazione del tema -, è stata anche invocata la permanenza del divieto di voto plurimo: questa argomentazione è destinata, tuttavia, a perdere integralmente di significato in seguito alla riforma del 2014¹¹⁹.

In conseguenza di quest'ultima, infatti, anche il terzo corollario del principio un'azione un voto, secondo cui ogni azione ha un voto soltanto - espressa nel precedente divieto di emissione di azioni a voto plurimo - è stato definitivamente sconfessato dall'abrogazione del divieto e dalla riconosciuta ammissibilità della maggiorazione del voto.

Quand'anche si volesse ancora difendere la veste di principio della regola “un'azione un voto”, bisognerebbe avere contezza che esso permarrebbe nell'ordinamento del tutto scevro delle sue fondamenta: difatti, la sorte che ha interessato le tre regole cardine della proporzionalità tra voto ed azione parrebbe da sola segnare il definitivo tramonto di questa regola e l'assenza di elementi per

4 e 139 s. Per il carattere dispositivo già prima della riforma del 2003 si consenta il rinvio al contenuto della nt. 104.

¹¹⁷ ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 478.

¹¹⁸ M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, 272; L. SCHIUMA, *Governo societario*, cit., 7 s.; L. SCHIUMA, *Le deleghe di voto tra diritto delle società e diritto del mercato azionario*, Milano, 2005, 52.

¹¹⁹ 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, 753. In particolare la permanenza del divieto di azioni a voto plurimo dopo la riforma del 2003 è stata strenuamente difesa da N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Le società per azioni*, Trattato Cottino, Padova, 2010, IV, t. 1, 303; N. ABRIANI, *sub artt. 2348, 2351 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, 321 ss.

poterle attribuire, ancor oggi, la forza di un principio regolatore dell'ordinamento. D'altronde, la stessa proporzionalità è di per sé una regola in crisi¹²⁰, non solo nella regolamentazione del diritto di voto, ma anche con espresso riguardo ai diritti patrimoniali: un esempio su tutti deriva dall'ammissibilità dell'assegnazione di azioni in misura non proporzionale al conferimento.

Non ultima è la crisi d'identità che ha investito il principio di correlazione proporzionale tra rischio e potere, certamente connessa anche alla degradazione della regola un'azione un voto come canone non più cogente, ma che si alimenta di forza propria, anche in virtù delle spallate che anche questo principio ha subito dalle varie riforme che hanno interessato il diritto societario, ragion per cui su di esso ci si riserva di ritornare nella sede opportunamente dedicata al tema¹²¹.

La perdita dell'identità di principio, che ha subito e subisce tuttora la regola "un'azione un voto", a parere di chi scrive, pare essere tangente: essa e trova una soddisfacente giustificazione già all'interno della regolamentazione del diritto di voto nelle società per azioni, non abbisognando del conforto degli altri principi che ugualmente sono stati scalfiti dalle più recenti innovazioni normative; difatti, è la riconosciuta ammissibilità del voto non proporzionale, nelle diverse forme in cui questo è ammesso nell'ordinamento, che spinge chi scrive a trarre queste conclusioni.

Pertanto, a sostegno ed a migliore comprensione di quanto innanzi rilevato, può essere opportuno chiarire più nel dettaglio la qualificazione che il voto plurimo riveste all'interno del nostro ordinamento come voto non proporzionale, indipendentemente dalla circostanza che detto beneficio afferisca ad azioni di categoria – appartenenza per altro discussa come si vedrà - con l'intento di provare

¹²⁰ Va considerato, infatti, che per quanto la proporzionalità alla partecipazione sociale detenuta costituisca, nelle società di capitali, il regime legale, al quale sono commisurati i diritti patrimoniali ed amministrativi, di cui sono espressione, l'art. 2346 comma 4 c.c., in relazione al rapporto tra conferimento e partecipazione, l'art. 2350 comma 1 c.c., in relazione al godimento degli utili e l'art. 2351 c.c. sul diritto di voto, detto regime può essere ampiamente derogato dall'autonomia statutaria nel senso della non proporzionalità.

¹²¹ V., *infra*, par. 5.

a considerare sia la proporzionalità che la non proporzionalità alla stregua di modalità organizzative del diritto di voto, alternative tra loro e di pari dignità.

4.3 Il voto plurimo quale voto non proporzionale: la possibilità di derogare al principio “un’azione un voto” attraverso l’affermazione di un “principio” di non proporzionalità del voto

Quando l’azione è emessa secondo la regola “un’azione un voto” il coefficiente di voto è 1, quindi sussiste un rapporto proporzionale di 1:1 tra voto ed azione: nel caso di azione a voto plurimo invece, il voto può avere un coefficiente di massimo di 3: in entrambe le ipotesi, il diritto riconosciuto è sempre il diritto di voto, ciò che varia è la sua misura.

La regola “un’azione un voto” è, per tutte le ragioni esposte fin qui, una regola derogabile: ciò che va verificato è se sia derogabile il diritto di voto in quanto tale o il suo coefficiente. Attraverso le pagine che seguono proviamo a dimostrare che, anche per le ipotesi di azioni istituzionalmente prive del diritto di voto, l’elemento alla base della derogabilità si può ritenere sia sempre il coefficiente, non anche il voto: altrimenti, nel caso specifico delle azioni con voto escluso, il legislatore non avrebbe posto il limite della metà del capitale sociale, che, come si vedrà, individua la soglia del controllo di diritto, oltre la quale non è più ammissibile la divaricazione tra rischio e potere.

È dato osservare che il diritto di voto, ovvero il diritto del socio di partecipare all’assunzione delle delibere assembleari manifestando la propria volontà, è certamente uno dei diritti che connota la partecipazione sociale ed è il principale diritto amministrativo, ma il legislatore non pare averlo concepito come imprescindibile e/o sempre necessario¹²² - a tal punto da sostenersi che esso non

¹²² Nel senso che il diritto di voto, pur rappresentando un elemento naturale della partecipazione sociale non ne costituisce più elemento necessario ed ineliminabile, in particolar modo successivamente alla riforma del diritto societario, v. Cfr. A. COLAVOLPE, *La nuova disciplina delle categorie di azioni*, in *Le società*, 2003, 1598.

costituisca più un elemento essenziale¹²³ - segnando una sua diversa sorte rispetto ai diritti patrimoniali, che comunque afferiscono l'azione quale unità di misura minima della partecipazione al capitale¹²⁴. Mentre ciò che connota la patrimonialità di una partecipazione sociale è aspetto che mai può essere derogato *in toto* da una previsione statutaria, secondo quanto disposto dall'art. 2265 c.c., sul divieto del patto leonino e, quindi, di esclusione di un socio dalla partecipazione agli utili ed alle perdite - dettato per le società di persone, ma estendibile anche agli altri tipi sociali¹²⁵-, analoga disposizione, invece, parrebbe mancare in relazione al diritto di voto che, pur essendo annoverato tra i principali diritti connessi all'azione può, nei limiti di legge, anche essere escluso.

La disponibilità del legislatore all'emissione di azioni persino del tutto prive del voto, oltre alla manifesta derogabilità della regola "un'azione un voto" nei termini innanzi precisati, ha dato spazio alle figure di voto non proporzionale: quest'ultimo è, a ben vedere, un voto con coefficiente diverso da 1:1.

Per questa via la dottrina, anche stimolata dal numero crescente di dette figure, è giunta ad individuare un vero e proprio "principio di non proporzionalità" nel voto, in guisa che per voto non proporzionale deve intendersi ogni forma di distribuzione del potere deliberativo regolato da criteri diversi da quello ponderale: si tratta di un concetto assai ampio, "comprensivo di ogni congegno giuridico di formazione della volontà sociale alternativo a quello fondato sulla proporzione con la partecipazione al capitale"¹²⁶.

¹²³ In questi termini, in riferimento alle società chiuse, v. M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un «canone fondamentale» o una regola suppletiva?*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2016, 393; M. CIAN, *sub art. 2351*, in *Commentario Breve al codice civile*, a cura di M. Cian – A. Trabucchi, Padova, 2014, 2833; A. COLAVOLPE, *cit.*, 1598.

¹²⁴ Volgendo l'attenzione alle disposizioni sul contenuto delle azioni "ordinarie" ed in particolar modo agli articoli 2350 e 2351 c.c. è dato osservare che i tratti salienti della partecipazione di un socio ad una s.p.a. sono rappresentati da un lato, del diritto ad una parte proporzionale degli utili netti e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione, dall'altro dal diritto di voto.

¹²⁵ Si vedano, tra gli altri, anche per ulteriori riferimenti bibliografici, C. ANGELICI, *Azioni di società*, in *Enc. Giur. Treccani*, IV, Roma, 1988, 6 s.; N. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, Milano, 1994, 134 ss. e G. MARASÀ, *Le società. Società in generale*, Milano, 2000, 228 ss.

¹²⁶ In tal senso, G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, *cit.*, 99.

Le azioni a voto plurimo, pertanto, impattano proprio su questo aspetto, in quanto rappresentano il primo esempio di non proporzionalità in aumento: precedentemente ad esse, infatti, erano ammesse deviazioni dal canone “un’azione un voto” ma solo in senso sottoporzionale, consentendo i commi secondo e terzo dell’art. 2351 c.c., nei limiti di legge¹²⁷, l’emissione di azioni a voto escluso, limitato o subordinato¹²⁸.

La peculiarità delle azioni a voto plurimo rispetto alle altre ipotesi di voto non proporzionale si rinviene negli ampi spazi concessi all’autonomia statutaria di incidere sulla regolamentazione del diritto di voto non solo in relazione all’ *an*,

¹²⁷ La creazione di azioni totalmente prive del diritto di voto o comunque con voto limitato, pur dando vita ad una categoria speciale ai sensi dell’art. 2348 c.c. e, pertanto, anch’essa soggetta alla regola dell’atipicità del contenuto, non è, tuttavia, esente da restrizioni legali: difatti, l’art. 2351 c.c., al secondo comma, chiarisce che il valore di queste azioni non può complessivamente superare la metà del capitale sociale, tacendo la disposizione, invece, sulla necessità o meno che la diminuzione dei diritti amministrativi sia compensata da un privilegio di natura patrimoniale. Vedasi, in relazione a quest’ultimo profilo, Cfr. A. STAGNO D’ALCONTRES, *sub art. 2351*, cit., 304, il quale espressamente ammette che la specialità dei «diritti diversi» possa riguardare solo quello di voto e, derivativamente, quello di intervento in assemblea. Nello stesso senso, v. N. ABRIANI, *sub artt. 2348, 2351*, cit., 311. *Contra* nel senso della necessità del privilegio, A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 477 s.; G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2, Diritto delle società*, Torino, 2015, 209. Sull’opportunità del privilegio patrimoniale rimesso all’autonomia statutaria, v. U. TOMBARI, *sub art. 2351*, in *Le società per azioni. Codice civile*, diretto da P. Abbadessa – G.B. Portale, I, Milano, 2016, 558. Discussa è, altresì, la possibilità di emissione di azioni prive di voto senza privilegi patrimoniali per le società quotate, visto il disposto dell’art. 145 t.u.f. sulle azioni di risparmio: in senso favorevole N. ABRIANI, *sub artt. 2348, 2351*, cit., 321; M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, 2006, 593. *Contra*, V. SANTORO, *sub art. 2351*, in *La riforma delle società*, a cura di V. Santoro-M. Sandulli, Torino, 2003, 148.

¹²⁸ A ben vedere la norma in parola contempla un’elencazione esemplificativa e non tassativa delle possibili limitazioni oggettive dell’esercizio del voto: tra esse si annoverano quella in virtù della quale il voto è riconosciuto solo in relazione a particolari argomenti e quella condizionata, in cui la spettanza del voto, e conseguentemente il suo esercizio, è subordinata alla sussistenza di condizioni non meramente potestative. Si tratta di limitazioni qualitative, atteso che non incidono sul *quantum* del diritto di voto ma esclusivamente sui presupposti affinché il medesimo diritto possa spettare, a cui la prassi più ricorrente ha affiancato quelle di tipo quantitativo, caratterizzate cioè da un’alterazione del coefficiente un’azione un voto, come l’apposizione di un termine iniziale o finale (sulla cui ammissibilità v., A. ANGELILLIS – M.L. VITALI, *sub art. 2351*, cit., 428) e le limitazioni al voto in cui l’evento dedotto in condizione ha natura soggettiva, poiché ancorato ad una caratteristica propria del socio o ad una particolare relazione che questi ha con le azioni, quale può essere, ad esempio, la durata del possesso (in tal senso v., M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere*, cit., 393 e nt. 21), fattispecie sulle quali si avrà modo di discorrere più dettagliatamente anche in prosieguo.

come già accadeva in passato, ma anche in relazione al *quantum*, mediante la possibilità di determinare quale coefficiente di voto da 1 a 3 attribuire all'azione.

Va considerato, infatti, che la circostanza che la regola “un'azione un voto” disponga una relazione proporzionale tra titolarità dell'azione e diritto di voto, non esclude che sia questo l'unico criterio istaurabile tra i due termini del rapporto, difatti, in via di principio, l'azione non è ontologicamente incompatibile con un sistema di attribuzione del voto non proporzionale¹²⁹.

Vi è, tuttavia, un aspetto molto importante da considerare e che discende dalla rottura del legame di proporzionalità tra voto ed azione: da una parte, il binomio tra voto ed azione, dove quest'ultima è assunta quale unità di misura della capacità deliberativa di ciascun socio, finisce col subire un forte ridimensionamento; dall'altra, ma quale conseguenza di detta rottura, viene ad essere minato l'equilibrio perseguito dal legislatore attraverso la combinazione dei diversi principi regolatori della società per azioni che hanno fatto di essa, e più in generale delle società di capitali, un sistema di “democrazia plutocratica”¹³⁰.

Difatti, la non proporzionalità del voto, a ben vedere, è in grado di incidere sulla funzione del principio capitalistico non esaltandola, bensì svilendola di significato, in quanto il rilievo organizzativo del capitale¹³¹, che ha da sempre caratterizzato l'attribuzione del diritto di voto nel sistema del voto capitalistico e

¹²⁹ Infatti, la funzione originaria dell'azione quale certificato azionario, sia esso dematerializzato o meno è, ancor oggi, pur sempre costituita dalla possibilità che la partecipazione azionaria circoli in modo rapido e sicuro attraverso l'applicazione delle leggi di circolazione dei titoli di credito, di cui le azioni fanno parte: ma ciò non vieta al contempo che l'azione medesima, quale modalità di rappresentazione della partecipazione al capitale della società per azioni, atteggiandosi in modo neutrale rispetto alla natura e quantità dei diritti in essa incorporati, sia compatibile con più sistemi diversi di attribuzione del voto, anche di carattere non proporzionale.

¹³⁰ Se la volontà legislativa non fosse stata orientata proprio dall'esigenza di realizzare una democrazia plutocratica all'interno della società, probabilmente non avrebbe avuto grande senso la scelta normativa, adottata in relazione alla regolamentazione del diritto di voto già al tempo della codificazione del '42, di ancorare tale diritto non più al singolo azionista in quanto tale, come avveniva nei precedenti codici, ma ai titoli azionari.

¹³¹ Così G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 59. Sul tema della funzione organizzativa del capitale v., *ex multis*, P. SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla nuova "società a responsabilità limitata)*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di Cian, Padova, 2004, 46; G.B. PORTALE, *Capitale sociale e conferimenti nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1970, 33.

che richiede una proporzione tra misura della partecipazione al capitale e forza di voto, finisce con l'essere degradato a principio secondario, ogni qual volta l'alterazione del diritto di voto porta il socio ad avere un peso in assemblea maggiore o minore rispetto a quello che avrebbe avuto nel caso in cui fosse stata rispettata la regola paritaria di un voto per ogni azione.

Quando sussiste un limite al diritto di voto il *quantum* di azioni possedute non costituisce più il parametro sulla base del quale individuare anche la forza di voto di un socio, così il principio capitalistico viene subordinato in grado alla regola della non proporzionalità del voto ed il capitale, quale criterio organizzativo del voto, perde la sua rilevanza. Quest'ultima affermazione è veritiera ma non sempre, sussistendo ipotesi in cui la perdita di rilievo è attenuata.

Ragioni di opportunità e di coerenza sistematica con le considerazioni fin qui riportate inducono a considerare che sussistono alcune forme di alterazione della proporzionalità che in qualche modo si rifanno al rilievo organizzativo del capitale ed altre che se ne discostano del tutto, tracciando una sottile distinzione tra esse.

Tra le prime vi rientrano le azioni con voto escluso, limitato, plurimo e le clausole di voto a scalare e tetto massimo¹³²: in questi casi la non proporzionalità del voto non recide il legame tra voto e partecipazione sociale, dal momento che l'attribuzione del voto è comunque parametrata al possesso azionario: nel caso delle azioni di categoria richiamate, attraverso la titolarità dell'azione, nel caso delle altre due clausole, mediante il riferimento ad una soglia limite di azioni

¹³² Dette clausole, disciplinate dall'art. 2351, comma 3, c.c. operano come limitazioni al diritto di voto, poiché sono atte a depotenziare tale diritto progressivamente, al crescere della partecipazione azionaria: nelle une, individuata una soglia limite di possesso per il singolo socio, questi non avrà il diritto di voto relativamente alle azioni che la superano; nelle altre il voto è regolato per scaglioni in misura via via decrescente, secondo quanto liberamente stabilito dall'autonomia statutaria. Queste clausole possono essere rivolte alla generalità dei soci, diversamente dalle predette azioni speciali, e le azioni colpite dagli effetti di dette clausole divengono solo occasionalmente prive del voto, il quale viene "sterilizzato" e riprende vigore in caso di circolazione delle medesime in favore di terzi o di altri soci che non siano soggetti al medesimo regime. Cfr. la prassi notarile del CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Azioni a voto contingentato o scaglionato (art. 2351 c.c.)*, Massima n. 136, in www.consiglionotarilemilano.it ed in letteratura A. ANGELILLIS – M.L. VITALI, *sub art. 2351*, cit., 442.

possedute, raggiunta la quale, viene disattivata la proporzionalità tra voto ed azione ed il voto spetterà in misura inferiore al possesso di questa.

Diversamente è a dirsi per un'altra forma di voto non proporzionale ritenuta ammissibile, non senza voci contrarie, anche nella s.p.a.¹³³: il voto capitario, che rappresenta la più incisiva limitazione del voto sotto il profilo della capacità deliberativa del socio¹³⁴ - un voto per teste -, nella quale si perde qualsiasi riferimento al capitale sociale quale criterio organizzativo del voto il quale spetta a ciascun socio in egual misura a prescindere dall'ammontare del capitale posseduto.

Sovviene, quindi, l'esigenza di addivenire ad alcune considerazioni sulla tematica in oggetto.

Difatti, questa breve divagazione sul tema del voto non proporzionale ha permesso di far emergere la portata della non proporzionalità come canone vigente, seppure non espressamente codificato in una norma *ad hoc*, inducendo a considerare che le nuove forme di voto non proporzionale, tra cui il voto plurimo, non devono essere valutate solo in accezione negativa rispetto alla regola di proporzionalità, nel senso cioè che esse costituiscano deviazioni, deroghe o eccezioni alla proporzionalità, ma vanno guardate anche nel senso della attitudine a normare un contrapposto "principio", quello della non proporzionalità.

¹³³ Parte della dottrina, infatti, ha posto in via dubitativa la possibilità di introdurre il voto per teste nelle società per azioni, per l'incompatibilità che ricorre tra questo sistema di voto, in cui è prevalente l'elemento personalistico, rispetto al modello organizzativo tipico delle società per azioni, viceversa ancorato ad un modello capitalistico (G. D'ATTORRE, cit., 169); lungo tale filone si è mosso anche chi, nell'esaminare l'art. 2351 c.c., ha escluso la possibilità di alterare il modello organizzativo delle S.p.A. basato sulla centralità dell'azione, perché la norma non lo consente (così M. BIONE, *Il voto multiplo, digressioni sul tema*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 678). Altra parte della dottrina, invece, ha ritenuto ammissibile il voto capitario nelle s.p.a. proprio attraverso il richiamo al terzo comma dell'art. 2351 c.c., in base al quale, non sussistendo limiti allo scaglionamento del voto, nulla vieterebbe di considerare il voto capitario come "soglia" di riferimento (in tal senso v., V. SANTORO, *sub art. 2351*, cit., 151 e A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, cit., 486). Di particolare pregio è l'argomentazione favorevole proposta da G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 171 ss., il quale sostiene che l'ordinamento conosce già un tipo societario in cui il voto per teste si innesta su una struttura associativa analoga alla s.p.a., qual è, in particolare, la società cooperativa, sicché la valutazione di compatibilità del voto capitario sul punto sarebbe stata già compiuta a monte dal legislatore.

¹³⁴ Per una più esaustiva trattazione della problematica v., G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 161.

L'elemento che agevola la comprensione del perché, reiteratamente, si ritiene il principio "un'azione un voto" non più tale, è proprio la compresenza di un altro "principio" che si pone in antitesi con esso, quello della non proporzionalità del voto, sicché ambedue sono potenzialmente idonei ad elidersi come principi e a degradare come forme di organizzazione del voto.

Questo percorso logico induce a ritenere che la regola "un'azione un voto", persa la sua accezione più profonda di principio, abbia comunque un'identità propria: è e resta, infatti, un canone organizzativo sul *quantum* di voto spettante in corrispondenza della titolarità di un'azione, anzi, è il canone di *default*, perché se l'autonomia statutaria non dispone diversamente, l'azione emessa è munita di voto, ma di un voto soltanto. Le forme di voto non proporzionali, invece, tra le quali vi è il voto plurimo, pur condividendo lo stesso campo di applicazione con il voto proporzionale, abbisognano di un'apposita clausola statutaria per operare.

5. Il principio della correlazione proporzionale tra rischio d'impresa e potere di gestione: profili introduttivi

Preme, da ultimo, interrogarsi sui riflessi che l'introduzione delle azioni a voto plurimo nell'ordinamento italiano hanno prodotto sulla correlazione proporzionale tra rischio d'impresa e potere di gestione, la cui tenuta come principio già costituisce oggetto di un dibattito annoso e estremamente variegato che, tuttavia, proprio successivamente all'ammissibilità del voto plurimo, pare presentare nuovi spunti di riflessione.

Al riguardo, giova premettere che il principio di correlazione, in termini di proporzionalità, tra rischio assunto dal socio e potere di gestione attribuitogli è stato tradizionalmente ravvisato quale principio informatore del diritto societario¹³⁵: la dottrina ha individuato in esso talvolta un "canone

¹³⁵ La correlazione rischio – potere costituisce argomento portante del diritto societario su cui la dottrina italiana successiva al codice civile del 1942 si è dilungata attraverso importanti contributi.

fondamentalissimo del diritto societario”¹³⁶, o talaltra “la struttura portante dell’ordinamento della società capitalistica”¹³⁷, ed ancora “un principio fondamentale del sistema economico nel quale la società per azioni opera”¹³⁸ e di cui “diversi istituti del diritto azionario avrebbero confermato l’immanenza al sistema”¹³⁹.

Al fine di analizzare compiutamente i percorsi argomentativi proposti nel corso degli anni dalla dottrina, pare opportuno fornire preliminarmente una definizione del principio e, in particolare, dei due termini del rapporto.

Senza pretese di esaustività, si può ritenere che il concetto di potere si identifichi nella possibilità di prevalere nelle deliberazioni dell’assemblea ordinaria e di assumere così la gestione della società, attraverso la nomina dei componenti dell’organo amministrativo¹⁴⁰. Nel collegare questa definizione con la tematica delle azioni a voto plurimo è evidente come essa venga a personalizzarsi alla luce delle considerazioni che sono state effettuate nei primi paragrafi, dedicati al tema del controllo sulla gestione, sulla capacità delle azioni a voto plurimo di incidere sul controllo attraverso il potere assembleare¹⁴¹.

Diversamente, con il termine rischio si suole intendere per un verso il pericolo di perdere o di vedere comunque ridotto il valore di quanto conferito in

Ex multis v., T. ASCARELLI, *Sui poteri della maggioranza nella società per azioni ed alcuni loro limiti*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, 122; G. FERRI, *Potere e responsabilità nell’evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 35; F. DENOZZA, *Responsabilità dei soci e rischio d’impresa nelle società personali*, Milano, 1973, 239; F. GALGANO, *Storia del diritto commerciale*, cit., 137; C. ANGELICI, *La partecipazione azionaria nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, XVI, Torino, 1985, 285; M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001.

¹³⁶ F. D’ALESSANDRO, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, I, 582.

¹³⁷ A. GAMBINO, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 380.

¹³⁸ B. VISENTINI, *I sindacati di voto: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 1988, 16.

¹³⁹ A. POMELLI, cit., 517.

¹⁴⁰ Cfr. M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere*, cit., 380. La possibilità di designare coloro ai quali è affidata la gestione costituisce nelle società di capitali la via mediata attraverso la quale è possibile realizzare l’esercizio in comune di un’attività economica, nel rispetto di quanto disposto dall’art. 2247 c.c.; v. al riguardo, G. MARASÀ, *Le società*, cit., 27 ss.

¹⁴¹ V., in particolare, par. 3.2.

società, per altro il pericolo di perdere o vedere ridotto il valore di scambio delle azioni assegnate ai soci¹⁴².

Il rapporto tra potere e rischio, quindi, può essere ricostruito nei termini di una relazione tra la capacità del socio di influenzare l'azione sociale, attraverso le prerogative amministrative accordategli dallo statuto sociale o dalla legge e l'esposizione alle perdite e/o al mancato guadagno, in dipendenza di un andamento negativo dell'impresa sociale, senza che detto rapporto possa mai spingersi, da una parte, verso una consistente capacità direttiva del socio - atteso che l'ordinamento ha statuito, soprattutto nella spa, una riserva di funzione gestoria a favore degli amministratori -; dall'altra, nell'assimilazione del parametro del rischio al diverso concetto di rischio d'impresa, considerato che nella s.p.a. l'azionista non risponde personalmente delle obbligazioni sociali¹⁴³.

Appare, dunque, evidente che il principio di correlazione proporzionale tra potere e rischio finisce con l'equivalere ad un vero e proprio parametro organizzativo della società a valenza interna¹⁴⁴: è bene, infatti, osservare che, al tempo dell'entrata in vigore del codice civile, era altamente diffusa la convinzione che nel sistema delle società di capitali, così come delineato dalla nuova normativa, detto principio fondamentale fosse posto a tutela di interessi generali e che, nella visione del legislatore del tempo, esso fosse connotato da una significativa e tendenziale rigidità, tant'è che sovente si faceva ricorso a tale principio per negare validità ad istituti che, seppur non espressamente vietati dalla legge, con esso potessero confliggere¹⁴⁵.

¹⁴² La nozione di rischio costituisce un tema classico degli studi di diritto societario su cui si veda, anche per ulteriori approfondimenti, F. CAVAZZUTI, voce "*Rischio d'Impresa*", in *Enc. dir., Aggiornamento*, IV, Milano, 2000, 1093 ss.

¹⁴³ Si veda in tal senso G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 101, in particolare nt. 9, nonché, G. ROSSI, *Persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa*, Milano, 1967, 97 ss.

¹⁴⁴ Sulla rilevanza interna del principio e la distinzione con la correlazione tra potere e responsabilità sia consentito rinviare alle considerazioni espresse da A. POMELLI, cit., 515 s.

¹⁴⁵ Si vedano in tal senso M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere*, cit., 380; A. POMELLI, cit., 517, il quale riporta il caso ad esempio di operazioni societarie controverse la cui ammissibilità era negata proprio attraverso il ricorso all'esistenza del principio di correlazione tra potere di voto e rischio d'impresa, come l'emissione di azioni postergate nelle perdite o i sindacati di voto deliberati a maggioranza.

Il tema, che ha interessato notevolmente gli studiosi, è stato quello di valutare l'effettiva rilevanza del principio in questione e soprattutto la sua tenuta dopo le varie riforme che hanno interessato la codificazione del '42 in ambito societario ed in particolar modo le società per azioni.

Al fine di addentrarsi nel vivo del dibattito su tali aspetti, preme effettuare alcune considerazioni preliminari, idonee ad agevolarne la comprensione.

Com'è stato efficacemente rilevato, non esiste una disposizione normativa che codifichi la predetta regola di correlazione proporzionale tra rischio e potere nelle società di capitali¹⁴⁶: ciò che primeggia, tuttavia, è che il principio risulta ad esse sotteso ed indirettamente emerge in molteplici disposizioni¹⁴⁷, quasi a valere come un substrato, un *leitmotiv* su cui il legislatore ha disciplinato le vicende costitutive e di vita delle società di capitali: insomma una regola di carattere generale non scritta.

A taluno è parso, inoltre, che la stretta connessione tra detto principio e la disciplina delle società di capitali sia più stringente rispetto alle altre forme di esercizio associato d'impresa, come ad esempio le società di persone, a causa del beneficio della responsabilità limitata¹⁴⁸, che a sua volta costituisce, secondo l'Autore, ancora al giorno d'oggi una deroga al principio della responsabilità illimitata del debitore per le proprie obbligazioni, presenti e future (art. 2740 c.c.),

¹⁴⁶ Il principio *de quo* non è mai stato enunciato *expressis verbis* da alcun codificatore, ma la sua affermazione può dirsi evidente in forma embrionale già nel Codice del Commercio del 1882. In questo senso v., M. MAROCCHI, cit., 222 s.

¹⁴⁷ Cfr. A. POMELLI, cit., 518, il quale evidenzia che sono espressione di questo dato, ad esempio, l'insieme delle norme volte ad impedire l'acquisizione del controllo della società da parte di una categoria di azioni rappresentativa di una minoranza di capitale, tra cui egli annovera il limite all'emissione di azioni prive del voto oltre la metà del capitale sociale, di cui all'art. 2351, comma 2, c.c., nonché, il divieto di emissione di azioni a voto plurimo di cui all'art. 2351, comma 4, c.c., oggi abrogato.

¹⁴⁸ Al riguardo giova, infatti, sottolineare come, nei modelli associativi non connotati da un'autonomia patrimoniale perfetta, la correlazione rischio potere non trova applicazione come nei modelli societari connotati da responsabilità patrimoniale limitata, in quanto essendo tutti i soci chiamati a rispondere illimitatamente delle obbligazioni contratte dalla società, viene in sostanza meno uno dei connotati del binomio. Cfr. sul tema M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio*, cit., 266 nt. 1, che evidenzia il diverso atteggiarsi del principio nella s.r.l. rispetto alle altre società di capitali.

ed è forse questo il motivo per cui tale canone ha da sempre accompagnato le società di capitali, pur non mancando delle attenuazioni¹⁴⁹.

È stato evidenziato che, nella teorizzazione del principio di correlazione tra rischio e potere, quale si evincerebbe appunto da una serie di norme del diritto societario, il legislatore sarebbe partito dalla constatazione di fatto secondo cui chi più rischia in termini economici ha i maggiori incentivi ad utilizzare in modo oculato il suo potere di influenza¹⁵⁰.

In quest'ottica, il conferimento effettuato dal socio rappresenta la misura del rischio d'impresa e l'esposizione a detto rischio è bilanciata dall'attribuzione di poteri di natura partecipativa: da qui l'affermazione che, nelle società di capitali, esisterebbe un principio di correlazione tra rischio d'impresa e potere di gestione¹⁵¹.

Posto, dunque, che l'obiettivo di ogni società è una sana e prudente gestione al fine dell'ottimizzazione dei guadagni e, quindi, della remunerazione dell'investimento del socio, logica conseguenza di questo argomentare è stata riconoscere maggior potere a chi rischia di più, il che, volendo esemplificare la vicenda in relazione al diritto di voto e, quindi, al piano deliberativo, ha significato la trasposizione di detto concetto nella sintetizzazione "un'azione un voto", assurta così a principio regolatore del diritto di partecipazione¹⁵².

Difatti, non senza voci contrarie come sarà in seguito precisato, già la dottrina tradizionale¹⁵³ riteneva che il diritto di voto, attraverso il principio "un'azione un

¹⁴⁹ M. MAROCCHI, cit., 221.

¹⁵⁰ M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo*, cit., 138 s.

¹⁵¹ In tal senso v. A. POMELLI, cit., 514 s.

¹⁵² Sul punto M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo*, cit., 138 s., il quale si esprime in senso dubitativo sulla constatazione che chi più rischia è anche più cauto e lungimirante di chi rischia di meno. Sia dato osservare che la prosecuzione di tale ragionamento nel panorama odierno che consente l'emissione di azioni a voto plurimo, ben potrebbe giustificare, anche alla luce degli effetti che quest'ultimo è in grado di determinare sul controllo, la ragione per la quale le società intenzionate a mantenere il controllo nelle mani dei soci fondatori decidano di assegnare a questi ultimi azioni a voto plurimo collocando successivamente nel mercato le altre azioni ordinarie, con l'obiettivo di finanziarsi senza perdere il controllo sulla gestione, dando così legittimazione a questa frequente prassi.

¹⁵³ G. SENA, *Il voto nell'assemblea delle società per azioni*, Milano, 1961, 258 ss. e più di recente G. FERRARINI, *Un'azione – un voto*, cit., 24 ss.

voto” fosse geneticamente ancorato al binomio rischio – potere, in guisa da ritenere che la massima espressione della proporzionalità tra tali parametri si manifesterebbe proprio attraverso l’attribuzione di un voto per ogni azione¹⁵⁴, finendosi poi col riconoscere, anche di recente, che “immediato corollario, ma forse anche fondamento del principio un’azione un voto è proprio la correlazione tra potere e rischio”¹⁵⁵.

Il sistema di voto proporzionale, infatti, garantirebbe che il socio che più rischia, perché ha investito maggiori risorse economiche nella società, possa avere un corrispondente peso specifico in società e, quindi, un potere direttamente proporzionale alla partecipazione sociale nell’assunzione delle deliberazioni assembleari, proprio in ragione del fatto che questi risente maggiormente delle conseguenze delle decisioni assunte. Da ciò sarebbe derivata anche l’affermazione del principio in Europa e negli Stati Uniti come sistema “ottimale”, in quanto in grado di conciliare interesse economico e potere di intervento nella vita societaria¹⁵⁶.

In quest’ottica, risulta agevole comprendere la preoccupazione di molteplici studiosi volta a testare, quasi come una prova di resistenza, la tenuta del principio di correlazione tra rischio e potere, al fine di comprendere se questo possa ancora definirsi attuale dinanzi ad una riforma, qual è per l’appunto quella sul voto plurimo, che, intaccando il binomio “un voto un’azione” - ancora una volta e non

¹⁵⁴ Cfr. A. POMELLI, cit., 517 s., il quale evidenzia che la regola generale per cui ogni azione attribuisce un diritto di voto e, nel vigore del precedente ordinamento, il principio dell’assegnazione delle azioni in misura proporzionale al conferimento sono una “significativa manifestazione del principio di correlazione proporzionale tra rischio e potere.

¹⁵⁵ M. MAROCCHI, cit., 224.

¹⁵⁶ Così S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D’ERAMO – N. LINCiano, cit., 9. V., in particolare, sulla potenziale “ottimalità” della regola *one share one vote*, E. BARCELLONA, *Rischio e potere*, cit., 175 ss., il quale utilizza le conclusioni a cui è giunta l’analisi condotta dalla letteratura giuridica nordamericana, in via strumentale, al fine di dimostrare che tanto più è salvaguardato il principio di correlazione rischio potere quanto più è minimizzato il rischio che attraverso la strumentalizzazione del controllo vi sia un ingiustificato arricchimento del controllore e che conseguentemente sia impressa alla gestione dell’impresa un indirizzo incoerente con la massimizzazione dei benefici per la compagine degli investitori. In argomento si vedano anche le considerazioni di A. POMELLI, cit., 515. Per ulteriori studi sul tema sia consentito rinviare alle note del paragrafo 3.

diversamente da quanto era stato già fatto attraverso altre riforme del diritto societario – avrebbe scalfito proprio una delle principali formule giuridiche in cui si esprime il principio di correlazione proporzionale tra rischio e potere.

Ad onore del vero, quest'ultima affermazione non pare assumere le sembianze di un principio unanimemente accolto: infatti, non è mancata opinione in letteratura contraria alla anzidetta stretta connessione tra il principio della correlazione tra rischio e potere ed il criterio “un'azione un voto”.

Infatti, è degna di nota sul punto l'opinione di chi ha evidenziato che, il rispetto del principio un'azione un voto, a ben vedere, di per sé non è in grado di garantire sempre la proporzionalità nell'equazione rischio potere¹⁵⁷.

Il ragionamento viene, nello specifico, condotto sulla base dell'esame della fattispecie dell'assegnazione di azioni non proporzionale ai conferimenti, ove, come si avrà modo di constatare in prosieguo, se da un lato, secondo l'Autore, viene eliso il principio di proporzionalità tra rischio e potere, perché al momento dell'esecuzione dell'aumento si innesca un meccanismo non proporzionale nei diversi momenti della sottoscrizione, del conferimento e dell'assegnazione, dall'altro viene rispettato quello del binomio un'azione - un voto, in quanto la capacità di voto risulterà comunque parametrata al numero di azioni ricevute in assegnazione¹⁵⁸.

6. Il principio della correlazione tra rischio e potere alla luce della riforma del 2003: prime rotture alla sua stabilità

¹⁵⁷ La riflessione è propria di M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio*, cit., 270, il quale pone al centro del ragionamento, quale parametro per misurare il rischio del socio in caso di assegnazioni non proporzionali, il *quantum* conferito e non il valore delle azioni ricevute in assegnazione. Nei successivi paragrafi si avrà modo di constatare che la dottrina non è unanime sulla modalità attraverso cui indagare l'erosione del principio di correlazione tra rischio e potere da parte dell'istituto dell'assegnazione di azioni non proporzionale ai conferimenti, dal momento che la risposta a detto interrogativo è suscettibile di variare in base alla commisurazione del rischio alle azioni assegnate, piuttosto che alla disponibilità inizialmente impegnata a titolo di conferimento.

¹⁵⁸ M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio*, cit., 270.

Affrontato, senza pretese di completezza, il tema della correlazione tra rischio e potere, preme ora soffermarsi sul dibattito concernente il suo rilievo e la sua stessa connotazione di principio cogente all'interno del diritto societario, soprattutto nella nuova veste che ha acquisito tale settore dell'ordinamento, successivamente alle riforme che sono intervenute dopo il codice del 1942.

In argomento, è bene evidenziare che la modifica del quarto comma dell'art. 2351 c.c. e, quindi, la possibilità di emettere azioni a voto plurimo, ha costituito un significativo spunto di riflessione sul tema, che si aggiunge alle considerazioni già maturate in letteratura intorno alle novità legislative apportate dalla più ampia riforma del diritto societario del 2003.

La questione, nello specifico, attiene alla possibilità o meno di ritenere ancora esistente il principio di correlazione tra rischio e potere nella sua forza cogente ed eventualmente di valutare, nel caso si propenda per la tesi che disconosce una sua significativa erosione, quale sia il suo attuale valore.

Preme, preliminarmente, rilevare che il tema non assume mero rilievo teorico, nella quale ipotesi sarebbe, probabilmente, infruttuoso effettuare una compiuta analisi, ma assume notevole impatto pratico. Difatti, com'è stato argutamente rilevato, esso «costituisce il presupposto sistematico per affrontare una serie di interrogativi nell'interpretazione della disciplina delle società azionarie e a responsabilità limitata, che rischierebbero, altrimenti, di rimanere senza risposta»¹⁵⁹.

Nello specifico, la soluzione del quesito consente di affrontare in maniera adeguata e quindi di risolvere interrogativi in vari ambiti del diritto societario, come ad esempio la possibilità di emettere categorie di azioni che attribuiscono la facoltà di nomina di membri dell'organo amministrativo o di controllo, anche nel caso in cui detta facoltà spetti ad una minoranza del capitale; o, ancora, tematiche concernenti gli strumenti finanziari partecipativi e, nello specifico, se sia legittima

¹⁵⁹ M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere*, cit., 383.

la loro emissione senza il rispetto di alcun limite quantitativo, o se possano emettersi titoli di tal genere dotati del diritto di nomina dell'amministratore.

Se questo vale per le società per azioni, i risultati di questa indagine potrebbero forse fornire valide soluzioni anche in merito alla non risolta questione sull'ammissibilità del voto non proporzionale nelle s.r.l., sia in riferimento a tutte le decisioni dei soci, sia limitatamente ad alcune di esse, eventualmente nell'ottica di concentrare il controllo della società in capo ad un socio che detiene una partecipazione minoritaria del capitale¹⁶⁰.

Difatti, la risposta a detti quesiti sarebbe suscettibile di un diverso esito, in dipendenza della posizione adottata sulla valenza della proporzionalità nel binomio rischio - potere¹⁶¹.

Nell'affrontare le innovazioni normative che hanno coinvolto, seppur indirettamente, il principio di correlazione proporzionale tra rischio e potere, va preliminarmente tenuta in debita considerazione la circostanza che, per quanto suddetto principio fosse considerato una caratteristica tipologica delle società di capitali, sulla scorta delle argomentazioni evidenziate in precedenza, già

¹⁶⁰ La fattispecie, successivamente alla riforma del 2003, ha visto prevalere la tesi negativa. In tal senso v., P. RAINELLI, *sub 2479 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, vol. 2, Bologna, 2004, 1917; A. SANTUS – G. DE MARCHI, *Sui particolari diritti del socio nella nuova s.r.l.*, in *Riv. not.*, 2004, 89; R. ROSAPEPE, *Appunti su alcuni aspetti della nuova disciplina della partecipazione sociale nella s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 482; M.C. LUPETTI, *Deroga al criterio di proporzionalità tra partecipazione sociale e diritto di voto nelle s.r.l. tra vecchio e nuovo diritto societario*, in *Riv. not.*, 2004, 1552; E. FAZZUTTI, *sub 2468 c.c.*, in *La riforma delle società*, a cura di V. Santoro-M. Sandulli, Torino, 2003, III, 57. Favorevoli alla fattispecie sono invece: M. MAUGERI, *Quali diritti particolari per il socio di società a responsabilità limitata?*, in *Riv. soc.*, 2004, 1503; L.A. BIANCHI – A. FELLER, *sub 2468 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2008, 324; G. IACCARINO, *Attribuzione del diritto di voto non proporzionale alla partecipazione sociale*, in *Società*, 2008, 36; R. GUGLIELMO, *Diritti particolari dei soci nelle s.r.l. e voto non proporzionale*, in *Riv. not.*, 2010, 614; G. ZANARONE, *sub 2479 c.c.*, in *Il codice civile Commentario*, diretto da P. Schlesinger e continuato da F.D. Busnelli, Milano, 2010, 1302; M. CAVANNA, *Partecipazione e diritti particolari dei soci*, in *Le nuove s.r.l.*, a cura di M. Sarale, Bologna, 2008, 135.

¹⁶¹ In argomento si rinvia alle considerazioni già accennate di M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio*, cit., 266 nt. 1, il quale circoscrive le problematiche in ordine alla centralità del principio tra rischio e potere successivamente alle riforme del diritto societario, solo alla società per azioni, dimostrando come la questione si ponga in termini differenti nell'ambito della s.r.l., dove, ad esempio, l'attribuzione di un particolare diritto *ex art. 2468*, comma 3, c.c. ad un unico socio determina una totale divaricazione tra potere e rischio.

nell'ambito della stessa dottrina tradizionale vi era chi dubitava del suo carattere cogente, suggerendone, piuttosto, la natura dispositiva¹⁶².

Questo sentire, seppur di nicchia rispetto all'orientamento della dottrina tradizionale, pare ricevere continue conferme dalle evoluzioni normative che, nel corso degli anni, hanno interessato le società di capitali ed in particolar modo la società per azioni.

Difatti, anteriormente alla più recente riforma sull'emissione di azioni a voto plurimo, e, quindi, già in occasione dell'intervento normativo del 2003 - che, tra l'altro, ha rappresentato un'importante evoluzione nella disciplina del diritto di voto - e di quelle precedenti, si discuteva ampiamente della stabilità del principio, con la contezza che le norme via via introdotte avevano già, di fatto, allentato il vincolo tra potere e rischio – il quale si manifesta nella sua pienezza allorquando il capitale è rappresentato da azioni tutte attributive di un voto soltanto¹⁶³ - andandosi a consolidare diverse posizioni sul punto: a fronte di chi continuava a riconoscere la cogenza del principio di correlazione proporzionale tra rischio e potere, quale regola di vertice nelle società di capitali¹⁶⁴, vi era chi ne sosteneva il definitivo tramonto, dubitandosi che la proporzionalità, nei termini in cui veniva tradizionalmente concepita, fosse ancora un principio generale dell'ordinamento delle società per azioni¹⁶⁵.

Tra gli istituti di nuova introduzione, apparentemente incompatibili con il carattere cogente ed ineludibile della correlazione proporzionale tra rischio e potere, si annoverano, in particolare, l'assegnazione di azioni in misura non proporzionale al conferimento, gli strumenti finanziari partecipativi, e talune

¹⁶² In tal senso F. DENOZZA, *Responsabilità dei soci*, cit., 239 ss.; M. CASELLA, *Legittimità del voto a scalare*, cit., 426.

¹⁶³ In tal senso v. M. BIONE, *Il voto multiplo*, cit., 682.

¹⁶⁴ V., *Ex multis*, E. BARCELLONA, *Rischio e potere*, cit., 220 e M. MAROCCHI, cit., 221, il cui scritto è anteriore alla riforma sul voto plurimo. Seppure in sintesi, la medesima posizione è assunta da M. LIBERTINI, in M. LIBERTINI – C. ANGELICI, *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. Comm.*, 2015, I, 1, 7.

Nello stesso senso, precedentemente alla riforma del 2003 si esprimeva T. ASCARELLI, *Limiti di validità dei sindacati azionari*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, 185 e A. GAMBINO, *Azioni privilegiate*, cit., 380.

¹⁶⁵ Al riguardo, si vedano per tutti, A. POMELLI, cit., 525 e G. D'ATTORRE, cit., 145.

categorie speciali di azioni, in particolare, quelle di risparmio, a voto limitato, senza diritto di voto ed infine quelle postergate nelle perdite.

Nell'accennato dibattito l'esegesi di detti istituti ha rappresentato la linea guida seguita da gran parte della dottrina¹⁶⁶ per giungere a dimostrare, salvo talune eccezioni¹⁶⁷, una lenta, ma costante degradazione della correlazione proporzionale tra rischio e potere verso un mero paradigma su cui è certamente imperniata la disciplina e la struttura delle società a base capitalistica, probabilmente quale retaggio dei padri fondatori del codice, ma non l'unico¹⁶⁸. Viene, pertanto, maturata la convinzione che, nell'arco circa di un trentennio, si è passati dalla concezione del principio come canone fondamentale ad un nuovo orientamento, assai diffuso ma non unanime, secondo cui esso "non sarebbe altro che un trito *slogan*"¹⁶⁹, assistendosi così al suo "sgretolamento" nel sistema della società per azioni"¹⁷⁰. Nonostante, quindi, taluno continui a riconoscere che uno dei principi cardine del corretto funzionamento delle società per azioni è quello in base al quale chi ha più conferito e, conseguentemente più rischia, ha più potere, si afferma, tuttavia, che la correlazione tra rischio e potere finisce con l'essere più che un

¹⁶⁶ Le tappe di questo percorso ricostruttivo - argomentativo sono riscontrabili in E. BARCELLONA, *Rischio e potere*, cit., 2012; G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 8; M. BIONE, *Il voto multiplo*, cit., 667; B. MASSELLA DUCCI TERI, *Appunti in tema di divieto*, cit., 746; M. MAROCCHI, cit., 225 ss.; M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto*, cit., 921.

¹⁶⁷ Il riferimento è in particolare ad E. BARCELLONA, *Rischio e potere*, cit., 220, il quale, all'esito dell'indagine condotta tra i predetti istituti del diritto societario che paiono incidere sul principio della correlazione proporzionale tra rischio e potere, conclude nel senso che "non soltanto non è affatto vero che il principio de quo debba essere riposto in cantina fra i vecchi cimeli di un diritto che fu, ma, esattamente, all'opposto, a quel principio ben può continuare ad attribuirsi il meritato fregio di "canone fundamentalissimo" del diritto societario". Non dissimile è il pensiero di M. MAROCCHI, cit., 230 s., il quale osserva che tutti gli istituti posti al vaglio perché caratterizzati da punti di contatto con il principio in esame, hanno in realtà un comune denominatore, ossia che non derogano mai in toto al principio di correlazione, "lo attenuano, ne diminuiscono il vigore ed il portato ma mai lo abbandonano del tutto"; il principio continuerebbe ad essere presente in queste fattispecie seppur in forza minore.

¹⁶⁸ V., A. POMELLI, cit., 511, 517 ss. Nello stesso senso si è espresso G. D'ATTORRE, cit., 145, secondo cui il sistema societario, come riformato, presenta "un'impronta marcatamente privatistica" che conferma il tendenziale superamento dell'imperatività del principio della corrispondenza tra potere e rischio.

¹⁶⁹ L'espressione appartiene a E. BARCELLONA, *Rischio e potere*, cit., in particolare si consenta il rinvio a quanto rilevato nella nt. 60 per ulteriori riferimenti bibliografici.

¹⁷⁰ Così A. POMELLI, cit., 524. Sono di questo avviso anche altri Autori, tra cui v., L. CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili*, cit., 202; G. D'ATTORRE, cit., ss.

principio di ordine generale, “un criterio di distribuzione del potere a carattere meramente suppletivo o residuale”¹⁷¹.

Può essere opportuno, quindi, a questo punto della trattazione, prestare lo sguardo, sia pure sinteticamente, alle singole argomentazioni proposte dalla dottrina a sostegno o a confutazione della tesi dell’erosione del principio di correlazione proporzionale tra rischio e potere, in relazione a quegli istituti che, tra gli altri e, quindi, nell’ambito della più ampia cerchia delle fattispecie poste al vaglio, presentano maggiori affinità con la categoria delle azioni a voto plurimo, dalla cui analisi sono conseguite le sintetizzazioni e conclusioni fin qui riportate.

6.1. L’indagine sulla facoltà dell’istituto delle assegnazioni di azioni in misura non proporzionale ai conferimenti e di talune categorie speciali di azioni di derogare al principio di correlazione tra rischio e potere

Il primo istituto su cui pare opportuno soffermarsi è quello delle assegnazioni di azioni in misura non proporzionale ai conferimenti: con la riforma attuata per il tramite del d.lgs. n. 6 del 17 gennaio 2003, è stato modificato il disposto del quarto comma dell’art. 2346 c.c., consentendosi all’autonomia statutaria di prevedere che un socio effettui un conferimento inferiore al valore nominale delle azioni ricevute in assegnazione¹⁷², ovvero, nel caso più estremo e non codificato del socio non

¹⁷¹ Così A. POMELLI, cit., 525. Cfr., sul punto, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, cit., 150.

¹⁷² L’istituto trova un corrispondente referente normativo anche nella disciplina delle s.r.l., difatti l’art. 2468 c.c. al secondo comma dispone espressamente che “se l’atto costitutivo non prevede diversamente, le partecipazioni dei soci sono determinate in misura proporzionale al conferimento”, legittimandosi in tal modo anche l’assegnazione di quote in misura non proporzionale, del tutto rimessa all’autonomia statutaria.

conferente¹⁷³, di non eseguire alcun conferimento in società, pur ricevendo azioni di nuova emissione¹⁷⁴.

L'impatto dell'istituto sul principio in esame può definirsi considerevole se si presta attenzione alla circostanza che per lungo tempo l'assegnazione di azioni in misura proporzionale al conferimento è stata considerata, insieme con la regola "un'azione un voto", una significativa manifestazione del principio di correlazione proporzionale tra rischio e potere¹⁷⁵.

Secondo ampia parte della dottrina il venir meno del principio di proporzionalità tra conferimento ed azioni assegnate al socio ha messo in crisi la vigenza stessa del principio di correlazione tra rischio e potere: la deroga risiederebbe nella rottura del rapporto paritario tra azioni assegnate e conferimento effettuato, in duplice misura, cioè sia in relazione al socio che si è obbligato a dare di più, sia rispetto a colui che è tenuto al corrispondente conferimento inferiore¹⁷⁶.

¹⁷³ L'assegnazione ad un soggetto che nulla si obblighi a conferire ha costituito tema oggetto di ampio dibattito in letteratura, ritenendosi da taluni autori non possibile l'ingresso in società da parte di un soggetto che non apporti niente alla stessa, cfr. A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub* 2346, in *Società di capitali*, Commentario a cura di G. Niccolini – A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 258. In senso contrario v., P. SPADA, *Classi e tipi di società*, cit., 502; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003, 62 s. In senso favorevole v., M. NOTARI, *sub art* 2346, in *Azioni, Commentario riforma società Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari*, Milano, 2008, 45 e C. FORMICA, *Le novità della riforma azionaria (sub art. 2346-2354)*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, I, Padova, 2005, 168 ss. A sostegno della fattispecie è anche la prassi notarile v., J. SODI, *L'assegnazione delle partecipazioni non proporzionale ai conferimenti nelle società di capitali*, approvato dalla commissione studi d'Impresa il 19 marzo 2009, Studio 148-2008/I.

¹⁷⁴ L'art. 2346, comma 4, c.c. così dispone: "A ciascun socio è assegnato un numero di azioni proporzionale alla parte del capitale sociale sottoscritta e per un valore non superiore al suo conferimento. Lo statuto può prevedere una diversa assegnazione delle azioni." La disposizione, seppur afferente alla fase costitutiva della società, è riferibile anche all'ipotesi di assegnazione di azioni in misura non proporzionale al conferimento in sede di aumento oneroso del capitale sociale.

¹⁷⁵ cfr. A. POMELLI, cit., 518.

¹⁷⁶ Tra la dottrina che riconosce una deroga al rapporto proporzionale tra potere e rischio a causa dell'attribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti v. L. CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili*, cit., 202 s.; P. LUCANTONI, *Il valore del voto nelle società aperte: spunti per una ricostruzione in termini di efficienza delle norme*, in *Nuovo diritto societario e analisi economica del diritto*, Milano, 2005, 327; G. OPPO, *Potere e responsabilità nella riforma delle società per azioni*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, a cura di Scognamiglio, Milano, 2003, 5; A. POMELLI, cit., 519 s. e 526 s.; P. SPADA, *C'era una volta la società...*, in *Riv. not.*, 2004, I, 7, nonché, seppur in via incidentale, M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio*, cit., 274. Il presupposto, quindi, che giustifica tale assunto è considerare che il guadagno e, quindi, anche la perdita che il socio può subire, non possono che

Questa tesi trova il suo fondamento sul presupposto, invero non sempre esplicito, che il rischio vada ancorato e commisurato al conferimento: se un socio può ottenere partecipazioni azionarie indipendentemente dall'entità del proprio conferimento, o nel caso più estremo anche a prescindere dallo stesso, non parrebbe più essere rispondente al vero l'assunto secondo cui il "potere" debba essere proporzionato al "rischio".

Difatti, la sperequazione in eccedenza del numero e del valore nominale delle azioni assegnate rispetto al conferimento effettuato determina in favore del socio che ne trae vantaggio un potere deliberativo di sicuro maggiore rispetto al rischio patrimoniale del conferimento, il quale potrebbe, nel caso di socio non conferente, essere anche inesistente. In tal modo risulta alterata la tradizionale correlazione tra la fattispecie del conferimento di capitale di rischio e l'attribuzione dei diritti sociali: è infatti l'apporto al capitale che, accertato nella sua consistenza iniziale e soggetto al rischio di perdita, giustifica l'attribuzione di poteri amministrativi agli azionisti, mentre il quarto comma dell'art. 2346 c.c. attesta che la titolarità della partecipazione, e quindi del diritto di voto, non necessariamente deve conseguire ad un conferimento di capitale, potendo derivare anche dall'attribuzione di un'altra utilità¹⁷⁷.

Di converso, altra parte della dottrina ritiene che l'assegnazione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati non attenti in alcun modo alla correlazione rischio – potere: ciò sia in quanto la norma in questione nulla prevede in merito ad "un'ipotetica ammissibile dissociazione fra l'uno e l'altro"¹⁷⁸, sia, sotto il profilo

desumersi "considerando la somma effettivamente prestata", non invece prendendo in considerazione il valore delle azioni ricevute in assegnazione, in tali ultimi termini v., G. FIGÀ TALAMANCA, *Il valore nominale delle azioni*, Milano, 2001, 18 s.

¹⁷⁷ In questi termini si esprime A. POMELLI, cit., 520 ss. Nello stesso senso, anche se in via meramente incidentale, v. P. SPADA, *Appunto in tema di capitale nominale e conferimenti*, in *Consiglio Nazionale del Notariato, Commissione Studio di Impresa*, Studio 127-2006-I, 7. Di particolare interesse è la critica apportata a tale norma in quanto determinerebbe una netta separazione tra rischio e controllo, così v. G. ROSSI – A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. Soc.*, 2003, 32.

¹⁷⁸ In questi termini si esprime E. BARCELLONA, *Rischio e potere*, cit., 122 s. e 126. Nel senso che le assegnazioni di azioni non proporzionali ai conferimenti non costituiscano una deviazione

sostanziale, in quanto si ritiene, diversamente dai sostenitori della tesi contrapposta, che il parametro per considerare compiuta o meno la paventata erosione del principio non sarebbe dato dal *quantum* del conferimento, che avrebbe una giustificazione logica solo nei rapporti interni tra i soci, bensì dal valore delle azioni assegnate¹⁷⁹. Quest'argomentare comporta che sono, dunque, le azioni attribuite ad ogni singolo socio a dare la dimensione economica dell'investimento soggetto a rischio e quindi a scandire il grado di coinvolgimento del socio nelle sorti dell'impresa, non anche l'impegno finanziario al quale è conseguita l'attribuzione di quel valore della partecipazione¹⁸⁰.

Di conseguenza, è stato evidenziato, anche laddove un socio ottiene partecipazioni in misura più che proporzionale rispetto al proprio conferimento, questi, nonostante il beneficio ricevuto, gode degli stessi identici incentivi ad una prudente gestione di un qualsiasi altro azionista, ciò in quanto gli effetti di una gestione negligente finiscono proprio col riverberarsi sul valore della partecipazione allo stesso assegnata, con la conseguenza che lo stesso è tenuto a sopportarne, come ogni altro socio, costi e benefici¹⁸¹.

Aderendo a tale ultima impostazione, che in tal sede si condivide, ne consegue che il principio capitalistico e quindi anche il rapporto tra potere e rischio non risulterebbe derogato o comunque lesa almeno in relazione alla fattispecie dell'assegnazione di azioni non proporzionale al conferimento. Questa posizione, tuttavia, non è da sola sufficiente a fugare i dubbi sull'erosione del principio in esame, richiedendosi una prosecuzione dell'indagine per l'accertamento di tale fenomeno anche rispetto ad altri istituti.

dal principio capitalistico e quindi una deroga al principio della correlazione proporzionale tra rischio e potere v. anche, G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 101 ss.

¹⁷⁹ In tal senso v. G.P. LA SALA, *op. ult. cit.*, 101s.

¹⁸⁰ Così, G.P. LA SALA, *ult. op. cit.*, 102.

¹⁸¹ E. BARCELONA, *ult. op. cit.*, 124, secondo il quale la propensione al rischio di questo azionista non muterebbe neanche nella circostanza in cui la causa dell'assegnazione di azioni in suo favore, in misura più che proporzionale rispetto al conferimento, fosse di carattere donativo, non avendo questa circostanza nessuna ricaduta sull'insieme degli incentivi che connotano una prudente gestione.

Pertanto, tra le altre fattispecie oggetto di approfondito esame intorno alla suddetta questione vi rientrano anche le categorie di azioni che incidono sul diritto di voto, di cui all'art. 2351 c.c., già oggetto di interesse in questa trattazione in quanto forme di voto non proporzionali, ma qui esaminate sotto altra veste.

Difatti, in relazione alle azioni prive del diritto di voto, regolamentate dal secondo comma della citata disposizione, parte della dottrina, qui condivisa, ritiene che esse determinano una rottura definitiva del rapporto tra potere e rischio: da una parte, per la deroga da esse apportata al principio "un'azione un voto", infatti, viene affermato, che se anche quest'ultimo principio, come dimostrato, non ha più carattere imperativo, non dovrebbe averlo neanche quello della correlazione tra rischio e potere, dal momento che proprio la regola "un'azione un voto" era il "presidio ultimo e il baluardo insuperabile, ed anzi era considerato la sua più importante epifania nel diritto positivo"¹⁸². Dall'altra, in quanto le azioni prive del diritto di voto recidono, definitivamente, la possibilità del socio di ingerirsi nell'attività gestoria sotto il profilo, ad esempio, della regolamentazione statutaria dell'organo amministrativo, interrompendo il legame fiduciario che lega gli amministratori all'intera compagine sociale¹⁸³. A queste considerazioni va poi aggiunto che tali azionisti sono privi del beneficio della postergazione nelle perdite, il che sicuramente acuisce ancora di più la loro esposizione al "rischio d'impresa" rispetto, ad esempio, agli azionisti di risparmio¹⁸⁴.

¹⁸² Le espressioni virgolettate appartengono a M. MAROCCHI, cit., 226, il quale richiamando le osservazioni di A. POMELLI, cit., 524, in riferimento allo sgretolamento del principio di correlazione tra rischio e potere, prende le distanze dalle posizioni di quest'ultimo, ritenendo che per le azioni prive del voto la biunivocità tra potere economico e rischio d'impresa è recuperata attraverso la previsione del limite di emissione non potendo questa particolare categoria di azioni essere rappresentativa di oltre la metà del capitale sociale.

¹⁸³ Così M. BIONE, *ult. op. cit.*, 670.

¹⁸⁴ È opportuno considerare che, in relazione alla fattispecie delle azioni a voto limitato, egualmente disciplinate dall'art. 2351, comma 2, c.c., è stato sostenuto che esse rappresentano una sicura deviazione rispetto al principio in esame, difatti, la loro emissione nella misura massima della metà del capitale sociale, esemplificando, priverebbe già la metà delle azioni del diritto di concorrere con il voto alla scelta degli amministratori, comprimendo così la capacità di ciascun socio di partecipare "all'esercizio in comune di un'attività economica" ai sensi dell'art. 2247 c.c., - obiettivo questo che, nell'ambito delle società di capitali, si ritiene perseguito in via mediata anche attraverso il potere di concorrere, con il voto, alla designazione di coloro ai quali è affidata la gestione dell'impresa -. In tal senso v., M. BIONE, *Il voto multiplo*, cit., 668, il quale

In posizione antitetica si colloca altra dottrina, secondo cui, invece, l'art. 2351, comma 2, c.c., nel contemplare un limite quantitativo invalicabile tra l'emissione di azioni prive del diritto di voto o a voto limitato ed azioni ordinarie, ha voluto proprio salvaguardare il principio di correlazione rischio – potere¹⁸⁵, che costituirebbe pertanto la *ratio* dell'introduzione di tale limitazione: la norma, infatti, imponendo un equilibrio tra azioni ordinarie e azioni che incidono sul diritto di voto andrebbe intesa nel senso che un'esigenza di correlazione tra rischio e potere, seppure implicita, sussiste sempre¹⁸⁶, e ciò consente di affermare che il principio in parola deve ritenersi ancora in vigore e non del tutto eroso nonostante l'introduzione nell'ordinamento di istituti che con esso paiono contrastare¹⁸⁷.

sostiene, altresì, che per tali categorie di azionisti l'esercizio in comune dell'attività di impresa diventa una formula svuotata di ogni significato, in quanto ogni riferimento all'attività gestoria e, quindi, al consiglio di amministrazione è “materia dalla quale sono totalmente estromessi”. L'Autore, in particolare, si sofferma altresì sulla fattispecie delle azioni di risparmio, regolamentate dall'art. 145 t.u.f., le quali, non attribuendo ai titolari delle stesse né il diritto di voto né, quindi, quello di intervento sono soggette al medesimo sindacato delle azioni con voto limitato, non potendosi riconoscere agli azionisti di risparmio alcun legame con coloro che sono chiamati a gestire l'impresa, pur essendo pienamente coinvolti nel rischio d'impresa. Sul tema, quindi, il medesimo Autore, *ult. op. cit.*, 668, al quale sia consentito rinviare per una disamina dettagliata della questione, riferisce del pensiero proposto da alcuni autori che, esaltando la rottura del binomio rischio – potere, propria delle azioni di risparmio, erano finiti, addirittura, col negare la natura giuridica di azioni di queste ultime, preferendo qualificarle quali titoli rappresentativi di un rapporto di associazione in partecipazione piuttosto che di una società.

¹⁸⁵ M. MAROCCHI, *cit.*, 226; M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 531, 534; A. ANGELILLIS – M.L. VITALI, *sub art. 2351*, *cit.*, 392. Vedasi in particolare, E. BARCELLONA, *Rischio e potere*, *cit.*, 216, il quale, sulla scorta dell'art. 2351, comma 2, c.c., norma che sancisce il principio secondo cui per aversi controllo bisogna correre almeno un rischio del 25% del capitale complessivo, ritiene che “nella società per azioni una dissociazione totale fra *ownership* e *control* è ancora normativamente vietata”. Su questa scia l'Autore conclude l'opera confermando che il principio della correlazione tra rischio e potere continua ad essere un “canone fondamentale”, conclusione questa a cui perviene sulla base di un'analisi generale dell'ordinamento giuridico italiano e che non si limita al diritto commerciale, ma che tiene conto anche dei principi che governano in generale il sistema privatistico delle relazioni giuridiche.

¹⁸⁶ Cfr. sul punto il pensiero di N. ABRIANI, *sub artt. 2348, 2351*, *cit.*, 322 e M. MAROCCHI, *cit.*, 226, che conclude nel senso che ad essere minato dalla previsione di azioni con voto escluso o limitato non sarebbe il principio di correlazione tra rischio e potere ma quello diverso, per natura e portata, dell'equilibrio tra diritti corporativi e patrimoniali.

¹⁸⁷ Per una trattazione esaustiva della questione v., E. BARCELLONA, *Rischio e potere*, *cit.*, 101 ss., 110 ss., il quale si sofferma anche sul disposto dell'art. 2265 c.c. ed in particolare sul tema del divieto del patto leonino, quale disposizione che, secondo alcuni autori, parrebbe essere ancora evocativa di un “residuale” principio di correlazione tra rischio e potere, finendo però per avversare detta considerazione e concludendo, nel senso secondo cui la norma, anche se si occupa

Tra le categorie di azioni va, da ultimo, presa in considerazione, in merito al tema in esame, quella delle azioni postergate, anch'essa introdotta dalla riforma del 2003, che nel novellare il secondo comma dell'art. 2348 c.c., ha espressamente previsto la possibilità di creare “azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne la incidenza delle perdite”.

In argomento, giova rammentare che antecedentemente alla riforma del 2003, pur in mancanza di un espresso divieto, era stata sostenuta l'inammissibilità dell'emissione di azioni di tal fatta in quanto atte proprio ad incidere, alterandolo, sul cardine organizzativo fondamentale del diritto societario, ovvero la corrispondenza tra rischio e potere¹⁸⁸: l'emissione di tali partecipazioni, ove consentita, avrebbe determinato un'asimmetria tra i soci nella sopportazione delle perdite con conseguente aggravio del rischio sopportato dagli azionisti ordinari, in favore di quelli postergati, che invece avrebbero beneficiato di un suo alleggerimento.

Queste argomentazioni erano condivise anche dalla dottrina favorevole all'ammissibilità dell'emissione di azioni postergate la quale, tuttavia, evidenziava la legittimità di tale fattispecie sul presupposto che la connessione rischio-potere non costituisse un carattere fondamentale per le società per azioni, a differenza delle società di persone¹⁸⁹.

del tema del “rischio”, tuttavia nulla dispone in materia di “potere” e, pertanto, non potrebbe considerarsi come paradigma di un'indagine sulla permanenza di detto principio nell'ordinamento.

¹⁸⁸ La tesi contraria all'ammissibilità delle azioni postergate è stata sostenuta da A. GAMBINO, *Azioni privilegiate*, cit., 380; A. DALMARTELLO, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 369 ss.; L. GUGLIELMUCCI, *Le azioni postergate nelle perdite*, in *Giur. Comm.*, 1982, II, 884 ss.; in senso dubitativo si era espresso C. ANGELICI, *Le azioni*, in *Il codice civile, Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Milano, 1992, 130. In giurisprudenza l'illegittimità di tale tipologia di azioni era stata sostenuta da Trib. Udine, 5 dicembre 1997, in *Società*, 1998, 445 ss. e in *Vita Not.*, 1998, 1047 ss.

¹⁸⁹ G. CASELLI, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1980, I, 682 ss. In particolare il dibattito in merito all'ammissibilità delle azioni postergate nelle perdite era stato condotto anche con riferimento al rapporto con il divieto del patto leonino, nel senso dell'ammissibilità v., in giurisprudenza, Trib. Udine, 25 novembre 1981, e Trib. Udine 10 aprile 1981, in *Giur. comm.*, 1982, II, 884.

L'introduzione dell'art. 2348, comma 2, c.c., se da un lato ha sopito il dibattito sull'ammissibilità di tale categoria di azioni, dall'altro non può dirsi che abbia reso obsolete le considerazioni sopra richiamate sull'incidenza di dette azioni sul rapporto tra rischio e potere, le quali, quindi, trovano piena attualità in merito all'indagine qui condotta: infatti, sia la tesi positiva, che quella negativa, ritenevano l'attitudine delle azioni postergate ad incidere sul principio in esame alterandolo, dividendosi solo in merito alla sua inderogabilità per il modello delle società per azioni.

Questa tendenza, infatti, è condivisa anche dalla dottrina più recente, alla quale si ritiene di aderire, che riconosce in tale istituto un'espressione dell'erosione del principio di correlazione proporzionale tra rischio d'impresa e potere di gestione¹⁹⁰.

7. Effetti dell'introduzione del voto più che proporzionale sulla correlazione rischio-potere

L'esito dell'indagine condotta e qui brevemente riportata nei suoi tratti salienti sembra giungere ad importanti prese di posizione della dottrina in ordine alla perplessità di poter definire come ancora attuale e vigente nel nostro ordinamento il principio di correlazione tra rischio d'impresa e potere di gestione.

Sono apparse, dunque, più numerose le voci che considerano ormai superata la veste cogente del principio in questione, pur resistendo l'opinione contraria secondo cui, seppur in forma attenuata, il principio sarebbe ancora rispettato, al

¹⁹⁰ V. A. POMELLI, cit., 520 ss., il quale giunge a ritenere che l'attuale art. 2348 comma 2 c.c., legittimando la categoria di azioni postergate, deve essere espunta dal novero degli indici normativi da cui si possa indurre l'esistenza del principio di correlazione tra rischio e potere, almeno nei termini in cui è stato tradizionalmente invocato.

punto da riconoscergli ancora, nel caso più estremo, la veste di “canone fondamentale”¹⁹¹.

Eppure, oggi, questo lungo percorso argomentativo nelle trame degli istituti del diritto societario, che si è ritenuto avessero maggiori punti di contatto con il principio della correlazione tra rischio e potere, sembra destinato a riaprirsi, ponendo sotto i riflettori la fattispecie delle azioni con voto plurimo.

Difatti, le esposte considerazioni sono state maturate, in gran parte, successivamente alla riforma del 2003, ma tutte anteriormente all’innovazione sulla maggiorazione del voto.

In conseguenza, pare opportuno interrogarsi sugli effetti che il recente intervento normativo può aver generato in riferimento al suesposto dibattito dottrinario, al fine di valutare se lo stesso sia mutato ed in caso di esito positivo, in quali termini e misura.

L’interesse verso quest’ulteriore indagine è stimolato, in particolare, dalla tendenza - riscontrata in alcuni studiosi¹⁹² - di trovare una conferma dell’attuale e perdurante vigenza del principio di correlazione tra potere e rischio nella disposizione sul divieto di emissione di azioni a voto plurimo, che fino a poco fa era sancito proprio nel quarto comma dell’art. 2351 c.c., e che aveva costituito, come visto, anche il fondamento della tesi sulla regola “un’azione un voto” quale principio cogente.

All’indomani della riforma, quindi, pare essere venuta meno un’importante argomentazione a sostegno della immanenza del principio in esame nell’ordinamento: difatti, parte della dottrina non ha esitato nel riconoscere l’incidenza che, l’aver ammesso nell’ordinamento l’introduzione delle azioni a voto plurimo, ha determinato sul principio della correlazione tra rischio e potere,

¹⁹¹ L’espressione richiamata da M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere*, cit., 382, come segnalato dallo stesso Autore (nt. 6) appartiene a F. D’ALESSANDRO, *Aumento di capitale*, cit., 582.

¹⁹² Cfr. M. MAROCCHI, cit., 228 s.; M. BIONE, *Il voto multiplo*, cit., 672 ss.

ritenendo di facile osservazione quanto il nuovo articolo 2351 c.c. agisca su detto principio¹⁹³.

Inoltre, appare agevole constatare, almeno *prima facie*, che l'equilibrio tra i parametri del rischio e del potere viene ad essere alterato attraverso la moltiplicazione del voto, dal momento che, ferma restando la percentuale del possesso azionario, è incrementato il solo diritto di voto in adunanza e, quindi, l'assunzione delle delibere assembleari non segue più il presupposto del maggior potere in concomitanza del maggior rischio: è questa particolarità che testimonia l'attitudine del voto plurimo ad incidere sul controllo, come inteso dall'art. 2359 c.c., ovvero come potere assembleare.

Pertanto, la conclusione alla quale si è giunti in precedenza, sulla sconfessata centralità e cogenza del principio “un'azione un voto” – certamente indotta dall'introduzione nell'ordinamento del voto plurimo ma già preceduta dalle oscillazioni che ha avuto il principio dopo le riforme societarie che si sono susseguite nel tempo - incita ad osservare anche le sorti del principio di correlazione tra rischio e potere ad esso sotteso, dopo la recente novità legislativa, in un'ottica, anche in questo caso, critica: l'aspetto più controverso, infatti, attiene alla possibilità di considerare se la proporzionalità tra rischio e potere, rimasta come visto labilmente in piedi nelle opinioni della dottrina che si è occupata di vagliare la stabilità del principio dopo le riforme del 2003, costituisca ancora oggi quello storico canone fondamentale del diritto societario, quale principio cogente suscettibile delle sole deroghe espressamente consentite dalla legge, oppure sia divenuto una regola suppletiva liberamente derogabile dall'autonomia statutaria e negoziale, salvi i limiti espressamente stabiliti dalla legge¹⁹⁴.

Che la riforma sul voto plurimo abbia costituito una “mini rivoluzione” nel sistema dei diritti degli azionisti è un dato sostenuto e comprensibile, dal momento

¹⁹³ M. CIAN, *Capitale, proprietà, controlli*, cit., 1261 e M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio*, cit., 270.

¹⁹⁴ La riflessione sulla valutazione specifica se il principio in esame sia ancora “canone fondamentale” o sia divenuta regola suppletiva è propria di M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere*, cit., 382 s., il quale conduce detta analisi tenendo distinte le s.p.a. chiuse (ed s.r.l.) dalle s.p.a. aperte.

che, il superamento del principio “un’azione un voto”, attraverso la moltiplicazione del voto per singola azione, ha finito con lo scardinare definitivamente un sistema di regole basato sulla proporzionalità tra rischio e potere¹⁹⁵ che quindi, ad oggi, non avrebbe più valenza nel nostro ordinamento, tanto da potersi affermare che lo stesso sia “definitivamente tramontato”¹⁹⁶.

Ciononostante, non è mancato chi ha assunto posizioni contrarie, ritenendo che “la rimozione del divieto all’emissione di azioni a voto plurimo non costituisca affatto una rivoluzione nel nostro diritto societario”¹⁹⁷: quest’affermazione trova fondamento nella costatazione di fatto, secondo cui si sarebbe potuto parlare di rivoluzione solo qualora il principio “un’azione un voto” fosse stato imposto dall’ordinamento come regola imperativa, ma poiché esso risulta essere già superato in conseguenza delle più volte citate riforme del diritto societario, non parrebbe corretto discorrere in termini di rivoluzione.

A conclusione di detto ragionamento, tale dottrina asserisce che l’ammissibilità delle azioni a voto plurimo è ben lontana dal costituire una nuova forma di dissociazione tra potere e rischio, limitandosi, piuttosto, a modificare la forbice della divergenza che può nel concreto intercorrere tra i due parametri della correlazione suddetta. Difatti, viene rilevato come nel nostro ordinamento ormai già da tempo la correlazione proporzionale tra rischio e potere non abbia più una valenza imperativa: ciò non toglie, tuttavia, che possa ben discorrersi comunque dell’esistenza di «una correlazione tendenziale tra *ownership* e *control*”, seppur non più in termini di proporzionalità. Tanto è vero che la distanza tra i due termini di paragone della correlazione, e cioè il rischio d’impresa ed il potere di gestione, non può dirsi del tutto rimessa alla discrezionalità dell’autonomia privata, essendo comunque imperativo il limite fissato dal legislatore¹⁹⁸.

¹⁹⁵ Il riferimento ad una “mini rivoluzione” si rinviene in A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Le azioni*, cit., 1048.

¹⁹⁶ M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto*, cit., 921 e U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, 27.

¹⁹⁷ In tal senso si esprime E. BARCELLONA, *sub 2351 comma 4 c.c.*, cit., 568.

¹⁹⁸ V. E. BARCELLONA, *sub 2351 comma 4 c.c.*, cit., 568.

Attraverso il riferimento normativo al voto plurimo in misura massima di tre voti, parte della dottrina ha evidenziato che la più rilevante novità della riforma ha carattere quantitativo e non qualitativo, andandosi così a formare una terza linea di pensiero, rispetto a quelle antecedenti la riforma del 2014, che, pur riconoscendo l'esistenza del principio di proporzionalità tra rischio e potere, ne afferma la sua compressione solo quantitativa¹⁹⁹.

Difatti, ciò che è mutato è il limite che segna la “certezza” del controllo: la dissociazione massima tra potere e rischio, in caso di emissione di azioni prive del diritto di voto, ai sensi dell'articolo 2351, comma 2, c.c., è rappresentato dalla metà del capitale sociale, quindi, nel concorso di detta tipologia di azioni con quelle ordinarie, è sufficiente la titolarità di poco più di un quarto del capitale sociale per detenere il controllo di diritto della società. Nel diverso caso di emissione di azioni a voto plurimo, in concorso con azioni ordinarie, il parametro di riferimento per detto calcolo è rappresentato proprio dalla misura massima di tre voti per ciascuna azione, sicché per tale diverso concorso di azioni è agevole sostenere che il *quantum* tollerabile di dissociazione tra potere e rischio è rappresentato dal rapporto di 8:1, esattamente il doppio rispetto al risultato precedentemente ottenuto.

Sulla scorta di queste argomentazioni chi si è imbattuto nell'annoso tentativo di chiarire le sorti del principio di corrispondenza tra rischio e potere ha riconosciuto che, dopo l'introduzione delle azioni a voto plurimo, “il rapporto tra

¹⁹⁹ In buona sostanza, seguendo la categorizzazione degli approcci avanzati in dottrina sulla stabilità del principio di correlazione tra rischio e potere fornita da M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere*, cit., 381 s., accanto alle opinioni di chi da una parte manifestava la permanenza del principio in tutta la sua rilevanza e in tutta la sua forza cogente e dall'altra ne sosteneva il progressivo abbandono e tramonto, a far data dall'abrogazione del divieto di azioni a voto plurimo, con la riforma del 2014, si affianca un'ulteriore orientamento che riconosce la permanenza del principio nell'ordinamento, seppure modificato nella individuazione della soglia di tolleranza della dissociazione tra rischio e potere. Tra gli esponenti di tale ultimo pensiero v., E. BARCELLONA, *ult. op. cit.*, 568 s.; M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio*, cit., 268; M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze*, cit., 49; B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto competitività*, cit., 470; C. TEDESCHI, *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*, in *Società*, 2015, 1073; G. FERRARINI, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 255.

potere e rischio è un rapporto a geometria variabile²⁰⁰, ma “se di tramonto del rapporto proporzionale tra potere e rischio si vuol continuare a parlare, dovrà essere ben chiaro che il fenomeno a cui si assiste è quello del calar del sole e non di una vera e propria eclissi totale”²⁰¹.

Questo ragionamento, a bene vedere, pare rappresentare l’evoluzione del pensiero maturato durante la vigenza del divieto di emissione di azioni a voto plurimo, da quanti avevano ritenuto che il divieto in parola, insieme con il limite di cui all’art. 2351 comma 2 c.c. per l’emissione di azioni a voto escluso o limitato entro la metà del capitale sociale, rappresentassero i due limiti quantitativi che l’autonomia statutaria incontra nell’allocare il rischio d’impresa in modo difforme da quello della proporzionalità piena²⁰². Infatti, dal concorso di detti due limiti si era giunti a ritenere che la quota di comando non potesse essere inferiore ad un quarto del capitale.

Successivamente all’introduzione del voto plurimo si è riusciti a dimostrare, quindi, che una qualche correlazione tra rischio e potere esiste sempre, tuttavia questa, pur continuando a non essere più espressa in termini di proporzionalità, risiede comunque in una proporzione, quale è, per l’appunto, quella di 8:1, seppur inferiore rispetto a quella esistente prima dell’eliminazione del divieto del voto plurimo.

Portando alle estreme conseguenze questo pensiero, in ambedue le ipotesi si riconosce, forse anche implicitamente, che il legislatore delle riforme ha avuto in animo sempre l’esigenza di preservare una certa correlazione tra rischio e potere, acconsentendo certamente alle sue alterazioni quantitative, ma mai senza la previsione di limiti certi.

²⁰⁰ M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio*, cit., 271.

²⁰¹ M. BIONE, *op.ult.cit.*, 272, in particolare nt. 13, ove l’autore condivide il pensiero espresso da Spolidoro in occasione del Convegno tenutosi a Courmayeur il 19-20 settembre 2014, secondo cui le fattispecie del voto plurimo e multiplo non rappresenterebbero un’applicazione rigorosa del principio di correlazione tra rischio e potere, bensì, il divieto di allontanarsene in misura eccessiva.

²⁰² Si veda in tal senso M. MAROCCHI, cit., 232.

Sotto altro aspetto - ed in particolare accedendo a quella lettura restrittiva del concetto di potere secondo cui esso si sostanzia nella mera possibilità di ingerirsi nella gestione della società per il tramite della nomina dei componenti dell'organo amministrativo - risulta di particolare pregio l'osservazione di chi evidenzia come l'introduzione delle azioni a voto plurimo non sia di per sé stessa idonea a determinare un'erosione o alterazione del principio di correlazione tra rischio e potere, perché tale circostanza si potrebbe verificare solo nell'ipotesi in cui la maggiorazione del voto fosse concessa proprio in riferimento a delibere aventi ad oggetto la designazione di membri dell'organo amministrativo. Di converso, la concessione del voto plurimo in relazione ad altre tipologie di delibere, non concernenti il controllo nell'accezione suddetta, non darebbe luogo ad alcun coinvolgimento del binomio rischio – potere²⁰³.

È bene considerare che altra parte della dottrina, dinanzi alla presa di coscienza di una certa erosione del principio di proporzionalità tra potere e rischio, in un'ottica propositiva e comunque volta a recuperare una qualche funzione dello storico principio, ha proposto una prospettiva d'indagine alternativa, volta cioè a valutare il rispetto della proporzionalità non in senso positivo, come canone indefettibile, quanto piuttosto in senso negativo, ovvero come limite, come parametro per misurare il contenimento della sproporzione tra rischio e potere²⁰⁴: insomma, un principio che verrebbe usato a mo' di freno.

Nel tentativo di dare una risposta al quesito relativo alla natura della correlazione tra rischio e potere, quale principio cogente o regola suppletiva, l'analisi condotta attraverso gli istituti del diritto societario che più degli altri presentano punti di contatto con il principio della correlazione tra rischio e potere si presenta nuovamente di aiuto.

²⁰³ M. BIONE, *Il principio della corrispondenza*, cit., 270.

²⁰⁴ V. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato, "voti plurimi senza azioni" e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, 178, nonché negli stessi termini v., ID., *Gruppi e minoranze non di controllo: dalla tutela risarcitoria a quella "organizzativa" e "procedimentale" (all'alba delle azioni a voto potenziato)*, in *RDS*, 2015, 291.

Difatti, gli interrogativi sorti intorno all'ammissibilità di fattispecie non espressamente previste dal legislatore, quale ad esempio la possibilità di cumulare azioni a voto plurimo con azioni prive del diritto di voto o di emettere strumenti finanziari partecipativi ai sensi dell'art. 2346, comma 6, c.c. dotati del diritto di nomina di un amministratore da parte dell'azionista che risulti già, per il numero di azioni possedute, nella facoltà di nominare la maggioranza dell'organo amministrativo, secondo taluna dottrina riuscirebbero a trovare risposta proprio dalla risoluzione della questione sul significato attuale del principio di proporzionalità tra rischio e potere²⁰⁵.

Orbene è stato sostenuto, proprio da tale dottrina, che dal confronto degli istituti analizzati nel corso della trattazione emerge un ampio spazio operativo concesso dal legislatore all'autonomia privata, la quale pertanto non sembra più potersi ritenere imbrigliata nelle maglie di detto principio.

A tali conclusioni conduce la circostanza che tutte le regole che costituiscono una specificazione del principio di proporzionalità sono espressamente derogabili dall'autonomia statutaria, salve talune ipotesi in cui l'ordinamento ha previsto dei limiti quantitativi, come nel caso degli art. 2351, comma 2, c.c. e 2351, comma 4, c.c.²⁰⁶

Tuttavia, dette previsioni di legge non avrebbero il pregio di fissare la "soglia massima" della dissociazione tra rischio e potere, ma semplicemente il ruolo di specifici limiti quantitativi alla regola un'azione un voto, il cui campo di applicazione resta pertanto pur sempre limitato all'alterazione del coefficiente di attribuzione del diritto di voto. Sarebbe errato, se non addirittura impossibile, quindi, estendere l'imperatività che da essi discende in riferimento alle deroghe alla regola un'azione un voto, a tutti gli strumenti e gli istituti atti a determinare una dissociazione tra rischio e potere, ma che nulla hanno in comune con il diritto di voto²⁰⁷. Il rapporto tra rischio e potere è qualcosa di diverso, che va oltre le

²⁰⁵ V. sul punto M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere*, cit., 383 s.

²⁰⁶ Così M. NOTARI, *op. ult. cit.*, 401.

²⁰⁷ In tal senso M. NOTARI, *op. ult. cit.*, cit., 407 s.

applicazioni concrete del principio, nell'ambito della determinazione del diritto di voto spettante a ciascun socio.

Tali motivazioni inducono, con ampio margine di ragionevolezza, a sostenere la natura meramente suppletiva e non più cogente della regola di proporzionalità tra rischio e potere²⁰⁸, idoneo ad orientare la soluzione di quesiti pratici in mancanza di un'apposita previsione statutaria.

Sia consentito rilevare, nel condividere l'opinione innanzi espressa, che ove fosse adottato l'atteggiamento sconsigliato dall'Autore, si finirebbe, probabilmente, con l'applicare una regola particolare ad un "principio" di carattere generale - come può essere ontologicamente definita la correlazione tra rischio e potere - così sovvertendo le regole che disciplinano l'interpretazione sistematica delle disposizioni normative, secondo cui, in mancanza di una disciplina per una fattispecie particolare, possono essere applicati i principi generali che regolano quella ad essa più vicina.

7.1 Un'ulteriore spunto di riflessione intorno al voto plurimo ed all'erosione da esso apportata al principio di correlazione proporzionale tra rischio e potere

Quale premessa alla possibilità di offrire un ulteriore spunto di riflessione in ordine alla natura della correlazione proporzionale tra rischio e potere, preme evidenziare che le considerazioni di seguito riportate, atteso anche l'oggetto di questo studio, ruoteranno principalmente intorno al diritto di voto ed in particolare al voto plurimo ed alla sua incidenza sul principio in esame. La scelta di restringere il campo d'indagine intorno a questo aspetto, tuttavia, non esclude in radice la possibilità di estendere dette considerazioni anche ad altri ambiti ed istituti del diritto societario che, proprio come il diritto di voto, costituiscono seppur

²⁰⁸ Sono queste le conclusioni a cui, nell'indagare la natura suppletiva o cogente del principio di correlazione proporzionale tra rischio e potere, è giunto M. NOTARI, *op. ult. cit.*, 410.

indirettamente applicazioni del principio di stretta correlazione tra rischio e potere e per i quali pure sia messa in discussione l'erosione del principio stesso.

Il ragionamento a cui si vuole portare il lettore muove le fila da un'osservazione di principio: il principio un'azione un voto che, relativamente al diritto di voto, come visto, costituisce l'altra faccia della medaglia del principio di correlazione tra rischio e potere è, si è detto più volte, un principio dispositivo e, si aggiunge, subordinato in grado al un altro principio sovrano, quello dell'autonomia statutaria o privata che dir si voglia²⁰⁹.

È il legislatore che ha stabilito tale gerarchia di valori tra il diritto di voto e l'autonomia privata: se il legislatore non avesse voluto ingerenze nel binomio un'azione un voto, avrebbe fatto del voto proporzionale una regola cogente, un principio inderogabile.

Invece, già dalla prima stesura del 1942, il legislatore ha concesso una vera e propria licenza all'assemblea dei soci acconsentendo alla maggioranza assembleare di incidere sulla proporzionalità tra voto ed azione, introducendo nello statuto clausole atte ad alterarla, come le clausole di voto, o ammettendo l'emissione di categorie di azioni prive del diritto di voto o a voto limitato.

Si giunge, dunque, al punto centrale del ragionamento: è proprio a quel tempo che si deve far risalire un'autentica erosione del principio di correlazione tra rischio e potere, cioè al momento in cui il legislatore ha consentito l'ingerenza dell'autonomia privata nel godimento, da parte dei soci, del diritto di voto. Che poi, al giorno d'oggi, la riforma del 2014 abbia consentito la deroga all'uguaglianza ed alla proporzionalità tra voto ed azione, non solo in diminuzione, ma anche in aumento (voto plurimo) è un dato di carattere neutrale.

È neutrale, perché l'autonomia privata si era già inserita in questo discorso, potendo regolamentare la spettanza stessa del diritto secondo forme e modalità diverse, proponendo una soluzione alternativa al principio "un'azione un voto".

²⁰⁹ Cfr. M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo*, cit., 149 ss.

È neutrale, perché le conseguenze che discendono dal voto plurimo e quelle relative al voto limitato o escluso sono equiparabili, negli effetti, in relazione all'esercizio ed al calcolo delle votazioni per l'adozione delle delibere assembleari. Per giungere a questa dimostrazione, sia consentito un esempio che coinvolge le due massime oscillazioni oggi ammesse del diritto di voto: l'esclusione del voto (pari a 0) ed il voto plurimo (pari a 3).

Quindi, in caso di concorrenza tra azioni ordinarie con voto singolo ed azioni prive del voto, il rapporto sarebbe di 1:0; nel caso invece di azioni ordinarie con voto singolo ed azioni a voto plurimo nel massimo consentito dalla legge, il rapporto sarebbe di 1:3.

Ciò comporta che, nel caso del voto escluso, a beneficiare di un effetto simile al voto "maggiorato" saranno i soci a voto pieno (che beneficiano di un +1 per il solo fatto che gli altri soci non hanno voto); nel caso del voto plurimo, saranno questi ultimi che avranno due *chances* in più rispetto ai soci a voto singolo (il rapporto di 1:3 comporta che il *surplus*, lo scarto rilevante sia +2).

Non pare potersi dire che la violazione e l'erosione del principio sussisterebbe solo nel caso del voto plurimo, perché esso economicamente garantisce a ciascun socio una maggiorazione di +2 (mentre nel caso del concesso di azioni a voto pieno con azioni a voto escluso la maggiorazione sarebbe di +1), e non anche nella fattispecie delle azioni prive del diritto di voto.

Per tale via si è inteso dimostrare che, la semplice oscillazione dal rapporto 1:1, è essa stessa erosione del principio di correlazione tra rischio e potere.

Il voto plurimo non avrebbe aggiunto altro, forse potrebbe essere considerato esclusivamente un'ulteriore erosione successiva ed in linea con quelle già verificatasi e risalenti nel tempo.

La vera erosione del principio tra rischio e potere nell'ambito del diritto di voto è stata conseguita al tempo in cui, per la prima volta, si è lasciato spazio all'autonomia privata nella regolazione del diritto di voto, sia in termini di spettanza del diritto, che di suo esercizio, che è vicenda temporalmente a monte rispetto alla più recente riforma del voto plurimo. In conseguenza di ciò, il voto

plurimo andrebbe sottratto dai riflettori che hanno fatto di esso un ulteriore capo d'accusa del tramonto del principio in esame, essendo la sua erosione visibilmente anteriore rispetto alla legittimazione delle azioni a voto plurimo nel nostro ordinamento.

Così argomentando, quindi, il dubbio sulla immanenza nell'ordinamento della correlazione proporzionale tra rischio e potere, quale principio generale ed informatore dell'ordinamento, potrebbe essere sufficientemente risolto in senso negativo esclusivamente prendendo in considerazione l'atteggiamento adottato dal legislatore in occasione delle riforme che hanno espressamente interessato il diritto di voto, avendone queste ultime sconfessato, il più delle volte, la veste di principio.

CAPITOLO II

L'evoluzione della disciplina sulle azioni a voto plurimo

Sommario: 1. L'evoluzione storica delle azioni a voto plurimo: le ragioni che ne hanno favorito la diffusione nella prima metà del novecento – 2. Il dibattito in dottrina e giurisprudenza sull'ammissibilità delle azioni a voto plurimo conseguenza del vuoto normativo sulla fattispecie – 3. Le azioni a voto plurimo nei progetti di riforma del Codice del Commercio – 4. La sorte delle azioni a voto plurimo all'indomani dell'entrata in vigore del codice civile – 5. Il favor del legislatore verso il voto più che proporzionale: la recente riforma sul voto plurimo e maggiorato – 5.1 I tratti salienti della diversa fattispecie del voto maggiorato

1. L'evoluzione storica delle azioni a voto plurimo: le ragioni che ne hanno favorito la diffusione nella prima metà del novecento

La tematica delle azioni a voto plurimo non costituisce una novità per il nostro sistema giuridico: difatti, già in passato, sotto il vigore delle codificazioni ottocentesche, si era manifestata sul piano pratico la necessità di emettere azioni che conferissero un diritto di voto maggiorato; necessità che aveva portato, in assenza di un espresso divieto normativo e sulla base anche della comparazione con le esperienze giuridiche straniere, alla concreta emissione di tali tipologie di azioni da parte delle società anonime²¹⁰.

²¹⁰ L'espressione, tradotta dal francese *société anonyme*, individua le società che hanno costituito, sia consentito, l'antecedente storico delle società di capitali in quanto dotate di autonomia patrimoniale perfetta e, quindi, caratterizzate dalla responsabilità limitata delle obbligazioni al patrimonio sociale. La prima disciplina delle società anonime risale alla codificazione del regime napoleonico, in particolare al *Code de commerce* del 1807 che al pari del *Code civil/Napoléon* del 1804 fu esteso anche al Regno d'Italia, al Regno di Napoli ed ai territori della Penisola integrati alla Francia. La società in parola era definita "anonima" poiché non portava l'indicazione del nome di uno o più soci che rispondono illimitatamente delle obbligazioni sociali, come nella collettiva e nell'accomandita. In argomento v., più ampiamente, G. ACERBI, *La società per azioni: introduzione storica*, in *Le società per azioni*, a cura di Campobasso, Cariello, Tombari, diretto da Abbadessa-Portale, Milano, 2016, 15 s.

Per una migliore esegesi della problematica vi è da premettere, fin da ora, che la comparsa del voto plurimo nella storia delle società italiane ed in particolare nelle anonime, fino all'introduzione del codice del 1942, è segnata da una distonia tra prassi e legislazione, attesa la peculiare e probabilmente ingiustificata, assenza di una disciplina in materia: questa carenza normativa aveva determinato il sorgere di più orientamenti sull'ammissibilità di tale tipologia di partecipazioni, non unanimamente condivisa, per la corretta comprensione dei quali giova una sintetica esposizione delle vicende che hanno segnato la regolamentazione delle azioni a voto plurimo.

Il Codice del Commercio non contemplava alcuna disposizione che disciplinasse in senso positivo o negativo l'emissione di suddette azioni; pertanto, nel silenzio della legge, da una parte le società si ritennero legittimate alla loro emissione secondo le istanze sociali, dall'altra, proprio questa prassi aveva accelerato l'esigenza di interventi di riforma del Codice del Commercio nell'auspicio di una disciplina positiva del voto plurimo.

Questi desiderata, tuttavia, non trovarono riscontro nella realtà: infatti, i primi progetti di riforma del richiamato codice portarono alla sola introduzione delle azioni a voto limitato, - una soluzione di compromesso, sulla quale si ritornerà in prosieguo, che presentava effetti analoghi rispetto al voto plurimo – tacendo su quest'ultimo, ed i successivi, confluiti poi nel codice del 1942, disposero solo negativamente, prescrivendo il divieto di emissione di azioni di tal fatta.

Tale divieto, quindi, fu recepito dal codice civile e rappresentò l'epilogo di tutte le vicende che avevano interessato le azioni a voto plurimo e che le avevano rese “meteora” del diritto societario ante '42: va considerato, infatti, che le azioni a voto plurimo subirono, in un arco temporale relativamente breve, una fase di ascesa seguita da un rapido declino, dal momento che ad esse si fece ricorso solo fintantoché lo richiesero le esigenze economico – sociali. Appare opportuno, pertanto, fornire un breve *excursus*, che ne agevoli la comprensione, sul susseguirsi degli eventi che, dopo un momento di brillante successo, ne hanno segnato la scomparsa.

Nella prima metà del novecento le azioni privilegiate a voto plurimo furono ritenute legittime e per questo coinvolte da una rapida diffusione²¹¹, sia dentro, che fuori il territorio nazionale: a quel tempo, infatti, era maturata la convinzione che le azioni a voto plurimo fossero particolarmente adatte a soddisfare le istanze dell'epoca, furono, infatti, utilizzate nell'ottica del comando e della direzione, per garantire il controllo societario delle maggioranze sulle minoranze²¹². Esse fornivano l'opportunità di distinguere, in particolare, due categorie di azionisti, quelli di comando, prevalentemente occupati nello stabilizzare l'amministrazione della società al fine dello sviluppo e consolidamento dell'impresa sociale, ed i meri apportatori di capitale, maggiormente legati alla redditività dell'investimento ed alla sua mobilità²¹³; sicché, solo ai primi poteva attribuirsi un voto potenziato, quale strumento ritenuto particolarmente adeguato all'esercizio del controllo sulle mere azioni di finanziamento.

Nella letteratura, i «motivi di indole economica» che avevano sollecitato l'emissione di tali azioni erano ricondotti, non di rado, alla difesa contro le scalate societarie ed all'invasione di capitale straniero²¹⁴: in particolare, questa esigenza era fortemente sentita nel primo dopoguerra, intorno agli anni 20 del secolo scorso, in concomitanza con la crisi monetaria post-bellica²¹⁵ e con l'insorgenza del bisogno di protezione del controllo societario a carattere interno che poteva essere

²¹¹ Sul tema v. A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, in *Foro it.*, 1925, I, 758; C. VIVANTE, *I progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, 429; N. ELENA, *Le azioni con voto plurimo o con voto altrimenti privilegiato nelle Società commerciali italiane*, Torino, 1927, 22 ss.; R. RAVÀ, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, Bologna, 1929. Di particolare interesse, è la considerazione di un A., che stimò che nel biennio 1924-1925 circa quaranta società anonime di diritto italiano emisero più di due milioni di azioni a voto plurimo, v. G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo in Italia*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, 121, 253, 489 ss.

²¹² Per la qualifica delle azioni a voto plurimo come azioni di comando v., A. SCIALOJA, *Il voto plurimo*, cit., 760.

²¹³ A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate*, cit., 929.

²¹⁴ Così A. MIGNOLI, *Le assemblee*, cit., 95 s.; evidenzia la funzione anti scalata delle azioni a voto plurimo anche C. VIVANTE, *I progetti di riforma*, cit., 435 s.

²¹⁵ A. ANGELILLIS – M.L. VITALI, *sub art. 2351*, cit., 462 s., nt. 279; G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., Torino, 117.

messo in scacco, soprattutto in quei Paesi soggetti ad ingenti investimenti di capitale straniero a valuta pregiata²¹⁶.

Ciò nonostante, le vicende storiche ed economiche che caratterizzarono l'Italia in quel periodo non consentirono di conoscere con certezza il momento a partire dal quale dette azioni erano state riconosciute nell'ordinamento: un dato era evidente, ovvero, che l'assenza di una disciplina che vietasse di variare in aumento il diritto di voto connesso alle azioni aveva rappresentato per le società italiane una circostanza favorevole all'introduzione nei propri statuti di clausole atte a disciplinare questa particolare tipologia di azioni, le quali, quindi, avevano una regolamentazione interamente rimessa all'autonomia statutaria²¹⁷.

Accadde, così, che in talune ipotesi le azioni a voto plurimo furono emesse già all'atto della costituzione della società²¹⁸, ovvero anche in occasione di aumenti di capitale, nel qual caso furono riservate al o ai soci fondatori, e non venne esclusa

²¹⁶ N. ELENA, cit., 146 ss.; A. ANGELILLIS – M.L. VITALI, *ibidem*; G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 117; B. MASSELLA DUCCI TERI, *Appunti in tema di divieto*, cit., 750; S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D'ERAMO – N. LINCiano, cit., 20; U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in *Governo societario*, cit., 18.

²¹⁷ La disciplina del voto era regolata dall'art. 164 del Codice del Commercio del 1882 (R. D. 31 ottobre 1882, n. 1062) il quale prevedeva che «*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*». Questa disposizione era considerata l'unica norma cogente - atta a vietare sia l'emissione di azioni prive del diritto di voto sia l'introduzione di tetti minimi statutari al possesso azionario - dal momento che la regola generale per l'esercizio del diritto di voto, basata sul sistema del voto a scalare, faceva salva la possibilità di deroga da parte dell'autonomia statutaria (così recitava l'art. 157 del medesimo codice: «*(...) ogni socio ha un voto e ogni azionista ha un voto ogni 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. Le deliberazioni si prendono a maggioranza assoluta. Nell'atto costitutivo o nello statuto può essere derogato a queste disposizioni.*») -. In questi termini S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D'ERAMO – N. LINCiano, cit., 21. Nello stesso senso, B. MASSELLA DUCCI TERI, *Appunti in tema di divieto*, cit., 750, in particolare, si veda la nota 17 alla quale si consenta il rinvio per ulteriori riferimenti bibliografici.

²¹⁸ Cfr. A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate*, cit., 933 s. e A. SCIALOJA, *Il voto plurimo*, cit., 766 s. In particolare, tale ultimo autore, nel fornire una casistica delle società che fecero ricorso alle azioni a voto plurimo, con precisa esposizione anche delle finalità a cui era preordinata l'emissione medesima, riporta il caso della Società Esercizi Telefonici che aveva già previsto nell'atto costitutivo la possibilità di emettere azioni a voto plurimo dividendo il capitale in due categorie di azioni e destinando quelle a voto plurimo ai soli cittadini italiani, prevedendo la nominatività, il voto in numero di 5 e la cedibilità solo tra cittadini o società italiane con il consenso del consiglio di amministrazione.

la possibilità di «trasformazione» delle azioni ordinarie in azioni a voto plurimo, contemporaneamente all'aumento del capitale con azioni di nuova emissione prive di privilegi in relazione al diritto di voto²¹⁹.

La diffusione delle azioni a voto plurimo non fu certamente appannaggio delle sole società italiane, anzi, l'analisi comparatistica di detto istituto testimonia l'esistenza negli altri ordinamenti di un panorama particolarmente variegato, in cui non pochi erano gli Stati che avevano ammesso questa particolare tipologia di azioni e che condividevano esperienze similari a quella italiana²²⁰. È il caso della Francia, dove il voto plurimo aveva trovato significative applicazioni in epoca precedente, già intorno al primo decennio del secolo scorso, ed il cui riconoscimento conseguiva solo da un'interpretazione *a contrario* dell'art. 34 al. 3 del *cod. comm.*²²¹, norma che fu oggetto di diversi progetti di riforma fino al 1930, quando, con la *loi* 26 aprile 1930, le azioni a voto plurimo furono bandite, salvo ad ammettersi con una successiva modifica il voto doppio²²².

²¹⁹ Di detta prassi riferisce G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo in Italia*, cit., 122.

²²⁰ Lo ricorda la più recente dottrina: v. *ex multis*, P. MONTALENTI, *Le società per azioni a dieci anni dalla riforma: un primo bilancio*, in *Riv. soc.*, 2014, 403 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo*, cit., 149 ss.; M. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto*, cit., 513 ss.

²²¹ Nell'ordinamento francese l'ammissibilità del voto plurimo sia in sede costitutiva che in caso di aumento del capitale era legittima a condizione che gli statuti non vietassero in modo diretto ed espresso la creazione di azioni di preferenza. Inoltre, il regime del voto in Francia, faceva sì che le azioni a voto plurimo potessero esprimere tutta la loro efficacia nelle sole assemblee ordinarie, quelle riguardanti il normale funzionamento della società, non anche in quelle straordinarie aventi ad oggetto le modifiche dello statuto, per le sole società soggette alla legge del 22 novembre 1913 secondo la quale in queste assemblee, nonostante qualsiasi clausola contraria, ogni azionista esprime il voto in base alle azioni che possiede, senza alcuna limitazione. Cfr. sul punto le considerazioni di SOLUS, *Les actions à droit de vote privilégié*, in *Revue des sociétés*, 1922, 317; BOURCART, *Les actions à vote plural*, in *Journal des sociétés*, 1923, 492; TROULLIER, *Les actions à vote plural*, in *Revue des sociétés*, 1923, 224. Nella letteratura italiana v., A. SCIALOJA, *Il voto plurimo*, cit., 1925, I, 774; T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo nelle società per azioni*, in *Arch. giur.*, 1925, 131 ss.

²²² Un'emissione cospicua di azioni con voto plurimo fu compiuta dalla *Banque Centrale de Province*. Successivamente ed anche in virtù della crisi da questa affrontata intorno agli anni 20 del novecento, iniziarono a proliferare le obiezioni alla legittimazione dell'istituto ed alle proposte di progetti di legge che ne disciplinassero la creazione. In riferimento ai quali si veda nella letteratura italiana, in particolare, G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo in Francia*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, 218 ss.; R. RAVÀ, cit., 85 ss.; C.B. VITERBO, *Le azioni a voto plurimo in Francia*, in *Riv. dir. comm.*, 1931, I, 220 ss. 835 ss.

L'introduzione del voto plurimo in Germania, invece, risale al 1897, anno in cui fu modificato il §252 dell'HGB, prevedendosi la possibilità che l'atto costitutivo attribuisse un numero di voti maggiore alle azioni di una determinata categoria, rispetto a quelli di un'altra. Anche in questo ordinamento, tuttavia, accadde che, dopo il proliferare di tale tipologia di azioni in occasione del primo dopoguerra²²³, attraverso più interventi normativi, si giunse poi, nel 1998 al divieto assoluto di emissione delle stesse²²⁴.

Contrariamente, nel panorama inglese non solo il voto plurimo non fu mai stato ostacolato né limitato, ma fin dagli albori proprio l'impiego delle azioni privilegiate contribuì al proliferare stesso delle società per azioni²²⁵.

Le società che provvidero ad emettere tali azioni non furono solo le società private dell'epoca, atteso che un importante motore della diffusione del voto potenziato fu l'esperienza di alcune banche miste, in particolare della Banca Commerciale Italiana²²⁶: il coinvolgimento di istituti di credito nella questione

²²³ La funzione assolta dal voto plurimo in Germania è stata quella di garantire il carattere nazionale delle società: il fiorire del voto plurimo nel periodo dell'inflazione e della svalutazione monetaria fu giustificato dall'esigenza di evitare che, accogliendo ed utilizzando il capitale estero, potesse passare agli «accaparratori stranieri la direzione e la padronanza dei loro affari». In questi termini A. SCIALOJA, *Il voto plurimo*, cit., 765 e 775, il quale porta ad esempio l'esperienza delle società di navigazione Nord-deutscher Lloyd di Brema e Hansa di Brema, con un'indicazione anche statistica del numero di azioni a voto plurimo diffuse nel mercato, sulla cui attendibilità nutre tuttavia qualche riserva lo stesso Autore. È appena il caso di osservare che nel diritto tedesco è riconosciuta ampia autonomia statutaria nella regolamentazione del diritto di voto. Si vedano le considerazioni di ANTONELLI, *Les actions à voix multiples dans les sociétés anonyme en Allemagne et en France*, in *Revue des sociétés*, 1922, 85; AMIAUD, *Les actions à droit de vote inégal*, Parigi, 1922, 74.

²²⁴ Il §252 dell'HGB del 1862, come modificato nel 1897, recitava «se sono state emesse diverse categorie di azioni, l'atto costitutivo può attribuire un numero di voti maggiore alle azioni di una categoria rispetto a quelli di un'altra categoria». Nel diritto tedesco viene, quindi, riconosciuta ampia autonomia statutaria nella regolamentazione del diritto di voto. Si vedano le considerazioni di ANTONELLI, cit., 1922, 85; AMIAUD, cit., 74. Nella letteratura italiana v., più ampiamente, C. VIVANTE, *I progetti di riforma*, cit., 432; A. SCIALOJA, *Il voto plurimo*, cit., 765 ss., 773 s.; G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo in Italia*, cit., 134 s., 139 ss., 152 ss.

²²⁵ Di ciò riferisce A. SCIALOJA, *Il voto plurimo*, cit., 775, al quale sia consentito il rinvio relativamente alle esperienze giuridiche di altri ordinamenti ed in particolare al diritto svizzero ed a quello belga. Cfr. altresì A. CABIATI, *Le azioni a voto plurimo all'estero*, in *Riv. dir. comm.*, 1930, 630 ss. e M. S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo*, cit., 150.

²²⁶ Cfr. A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate*, cit., 927; V. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato*, cit., 138 ss.; ID., «Un formidabile strumento di dominio economico»: contrapposizioni teoriche, «battaglie» finanziarie e tensioni ideologiche sul voto potenziato tra le due Guerre Mondiali, in *Quaderni fiorentini*, tomo 1, 2015, 529 ss., il quale riferisce correttamente della condizione in cui

sull'ammissibilità del voto plurimo, va evidenziato e tenuto in debita considerazione al fine di comprendere la portata economica del fenomeno, tenuto conto della circostanza che, attraverso questo strumento, le stesse avrebbero potuto mantenere il controllo sulle industrie belliche, già precedentemente conseguito attraverso l'acquisizione della maggioranza delle loro partecipazioni finalizzato al salvataggio delle stesse, soffrendo un minore immobilizzo di ricchezza²²⁷.

2. Il dibattito in dottrina ed in giurisprudenza sull'ammissibilità delle azioni a voto plurimo in conseguenza del vuoto normativo sulla fattispecie

Il silenzio normativo, da una parte, ed il proliferare delle azioni a voto plurimo, dall'altra, diedero vita ad un vivace dibattito²²⁸ concernente proprio l'ammissibilità stessa della fattispecie, dibattito i cui orientamenti, anche

versavano molti istituti bancari dell'epoca, tra le quali "aumento (già dal 1906), nel capitale delle banche, della particolare categoria di immobilizzi rappresentata da parte del portafoglio titoli e dalle quote di partecipazioni in sindacati; erogazioni di finanziamenti e assunzione del controllo solitario ovvero congiunto, diretto oppure indiretto, di tali società in testa a primari istituti bancari (in particolare, le cc.dd. banche speculative o miste di ceppo tedesco) a fronte, in seguito, di una progressiva riduzione del loro (delle banche) investimento in azioni; accrescimento dell'influenza gestionale diretta delle medesime banche nelle società industriali, il quale diede vita ad un autentico processo di "infeudamento bancario" di società industriali, foriero di commistioni economicamente preoccupanti e pericolose" da qui il ruolo delle Banche di dominatrici dell'industria.

²²⁷ A. CABIATI, *Il progetto del nuovo codice di commercio e le azioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, 12. Cfr., altresì, V. CARIELLO, *Un formidabile strumento*, cit., 561 ss., - il quale riporta lo scambio di corrispondenza tra Giussani, consulente legale della Banca Commerciale Italiana e Bianchini, direttore generale dell'ABI e direttore della Rivista Bancaria, in riferimento al coinvolgimento del prof. Vivante per la questione del divieto di possesso delle azioni a voto plurimo da parte di società, sulla quale restrizione lo stesso Vivante non era concorde, a dimostrazione dell'interesse che c'era al voto plurimo da parte delle grandi banche miste -, nonché, in particolare, 565 ss., sull'esperienza della Comit, la quale rappresentò il primo esempio in ordine cronologico di società che creò azioni a voto potenziato.

²²⁸ Cfr. G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 117 ss.; B. MASSELLA DUCCI TERI, *Appunti in tema di divieto*, cit., 749 s.; V. CARIELLO, *Un formidabile strumento*, cit., 518, che, dopo aver individuato "quattro diverse direttrici interpretative" intorno alle quali ruotò tale dibattito, precisando per la sua corretta comprensione la necessità di non astrarlo dalla prassi "che ne fu il terreno generatore" e dallo scenario economico-finanziario. Per un quadro generale v. anche R. RAVÀ, cit., 35 ss.

alimentati dal quadro comparatistico dell'epoca²²⁹, confluirono, come si avrà modo di vedere in prosieguo, nei successivi progetti di riforma del codice di commercio sino all'introduzione del codice civile, e che toccò il suo picco nel triennio 1924-1926.

Estremamente autorevoli furono i sostenitori del voto plurimo: oltre ad esponenti della dottrina commerciale italiana²³⁰ - tra cui assume particolare rilievo il prof. Cesare Vivante, strenuo difensore delle azioni a voto plurimo - tra i favorevoli all'emissione di tali azioni vanno annoverati anche, come evidenziato, la principale banca mista, la Banca Commerciale Italiana ed organi di rilievo politico istituzionale, come il Consiglio Superiore dell'Economia Nazionale.

La tesi positiva, avallata da detta parte della dottrina, traeva spunto da argomentazioni sia di diritto positivo, che di matrice logica. Nello specifico, l'argomentazione di matrice squisitamente normativa a sostegno della legittimità di tali azioni era desunta dal combinato disposto degli art. 164 e 157 del Codice del Commercio del 1882.

La prima norma, facendo salvo il diritto di voto per ciascun azionista, ammetteva che le azioni della società conferissero ai loro possessori diritti disuguali e, quindi, indirettamente sembrava acconsentire a che il principio di uguaglianza di trattamento tra i soci fosse infranto, attribuendo a talune azioni diritti in misura maggiore rispetto alle altre²³¹; di particolare pregio sembra essere

²²⁹ Si veda sul punto la posizione di A. SCIALOJA, *Il voto plurimo*, cit., 773, secondo il quale «se per altre legislazioni il voto plurimo è riconosciuto espressamente compatibile con l'ordinamento delle società sostanzialmente identico al nostro, non può evidentemente sostenersi il contrario là dove le leggi non ne parlano e semplicemente perché non ne parlano».

²³⁰ Cfr. U. NAVARRINI, *Trattato teorico-pratico di diritto commerciale*, Torino, 1919, 459; C. VIVANTE, *I progetti di riforma*, cit., 429 ss.; ID., *Proposte per la disciplina delle azioni a voto multiplo*, in *Riv. banc.*, 1925, 58; ID., *Le azioni a voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. banc.*, 1925, 548 ss.; T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo*, cit., 131 ss.; A. SCIALOJA, *Il voto plurimo*, cit., 758 ss. *Contra*, G. PALAZZOLO, *Le azioni a voto plurimo*, in *La società per azioni*, 1925, 273 s.; M. PORZIO, *Sulla invalidità delle deliberazioni di emissione di azioni a voto plurimo*, in *Banca borsa*, 1960, II, 608 ss.; G. CASSINELLI, *Le azioni a voto plurimo nelle società anonime*, in *Giur. it.*, 1925, I, 416 ss.; A. SRAFFA, *Un rimedio contro le scalate*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 210; G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo in Italia*, cit., 121, 253, 490 ss.; A. CABIATI, *Il progetto*, cit., 9 ss.

²³¹ V., T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo*, cit., 135 s.; in riferimento all'art. 164 del Codice del Commercio, A. SCIALOJA, *Il voto plurimo*, cit., 770, evidenzia che è possibile ogni disuguaglianza

la ricostruzione avallata da un Autore, che ritenne possibile l'emissione delle azioni a voto plurimo argomentando sempre dal disposto dell'articolo 164 ed in particolare dalla possibilità di ammettere azioni privilegiate con la previsione di diversi diritti, perché tra essi ben poteva essere annoverato il voto plurimo²³².

L'art. 157 del Cod. Comm., invece, ammettendo che il numero dei voti di cui ogni azionista poteva disporre diminuisse con l'aumentare delle azioni possedute, rendeva derogabile la proporzionalità tra voto e azione.

Un ulteriore indice normativo favorevole all'ammissibilità delle azioni a voto plurimo fu rappresentato dall'art. 89 n. 10 Cod. Comm.²³³. Tale norma, nel prevedere la facoltà dell'atto costitutivo e dello statuto delle società per azioni di stabilire le condizioni per l'esercizio del diritto di voto, sembrava implicitamente acconsentire alla moltiplicazione del voto quale modalità dello stesso.

Sul piano del ragionamento logico giuridico, inoltre, il voto plurimo veniva ad essere legittimato sulla scorta del rilievo secondo cui la regola dell'uguaglianza del voto non costituiva un dato inderogabile, in quanto non trovava riscontro né in una norma specifica, né aveva valenza di principio generale.

Quindi, l'unica accortezza richiesta atteneva al profilo applicativo, dovendosi, nella predisposizione delle clausole statutarie sull'ammissibilità di azioni di tal fatta, regolamentare la fattispecie nel rispetto dei principi regolatori degli organi sociali al fine, in particolare, di evitare che un uso distorto dell'istituto

ad eccezione di quella che toglie all'azionista il voto: «Che ogni azione attribuisca un voto, costituisce un limite minimo (...) ma ciò non può in alcun modo importare che anche una sola azione non possa conferire più di un voto»; quanto all'art. 157, invece, afferma: «l'insegnamento che può trarsi da questa disposizione è che dunque non esiste il preteso rapporto proporzionale tra quota sociale e influenza sulla gestione». *Contra*, G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo in Italia*, cit., 135, il quale non condivide l'impostazione secondo cui il principio fondamentale del diritto di ogni azionista ad un voto sarebbe salvo anche nel sistema di azioni a voto plurimo, perché “se si concede ad un gruppo di azionisti una posizione di assoluto dominio, il far salvo ad ogni azionista il diritto di voto diventa un inutile ossequi formale alla legge e una violazione sostanziale della medesima”. Nel senso che dalle citate norme non possa trarsi l'ammissibilità del voto plurimo v., G. PALAZZOLO, cit., 274; G. CASSINELLI, cit., 416 ss.

²³² T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo*, cit., 131.

²³³ Si vedano al riguardo, *ex multis*, U. NAVARRINI, *Trattato teorico-pratico di diritto commerciale*, Torino, 1919, 449 e T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo*, cit., 131 s.

potesse annullare o, comunque, svuotare di significato un organo essenziale della società, quale è, per l'appunto, l'assemblea dei soci²³⁴.

In posizione antitetica si collocò altra parte della dottrina, la quale contestò l'interpretazione delle richiamate disposizioni del codice del Codice del Commercio, ed in particolare dell'art. 164, in quanto si obiettò che tale norma consentiva la disuguaglianza tra le azioni sul mero piano dei diritti patrimoniali, ma non anche in relazione a quelli amministrativi, tra cui il diritto di voto: pertanto il principio di uguaglianza di trattamento degli azionisti, relativamente a quest'ultimo, doveva considerarsi fermo in tutta la sua interezza, con l'impossibilità di riconnettere la legittimità del voto plurimo a tale disposizione²³⁵.

Inoltre, veniva contestato il tentativo di considerare le azioni a voto plurimo come privilegiate e per questo lecite a norma dell'art. 164 del Codice del Commercio²³⁶ dovendo ritenersi scorretta l'assimilazione del voto ad un privilegio, dal momento che l'unico privilegio riconosciuto dall'ordinamento è, nell'ambito dei rapporti obbligatori, un diritto di prelazione sul patrimonio del debitore: dunque, il concetto di privilegio, anche nell'ambito delle società commerciali, non avrebbe potuto che avere ad oggetto il patrimonio sociale e quindi gli utili prodotti²³⁷.

Anche il sostegno alla legittimità del voto plurimo, riscontrato nelle altre disposizioni di legge sopra richiamate, e precisamente negli artt. 157 e 89 n. 10 del Codice del Commercio, non fu esente da obiezioni: quanto alla prima norma, si osservò che la *ratio* ad essa sottesa ben poteva identificarsi con il principio secondo cui nessuno dei soci doveva poter essere messo in condizione di esercitare

²³⁴ È questa la posizione di A. SCIALOJA, *Il voto plurimo*, cit., 773. Nel senso dell'inammissibilità del voto plurimo perché strumento atto ad incidere sull'assemblea v. G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo in Italia*, cit., 137, il quale così si esprime "la concessione del privilegio del voto ad alcuni azionisti si risolve infatti nella facoltà riconosciuta ad un gruppo di azionisti di governare la società e porta quindi alla conseguenza di abolire praticamente quell'essentialissimo organo sociale che è l'assemblea"

²³⁵ v., G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo in Italia*, cit., 134 s., 139 ss., 124 s., il quale apertamente si pone in antitesi rispetto alle posizioni assunte dallo Scialoja in riferimento alla finalità sottesa all'art. 164. Cfr., sul punto, A. SCIALOJA, *Il voto plurimo*, cit., 773.

²³⁶ T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo*, cit., 131.

²³⁷ G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo in Italia*, cit., 128.

un'influenza decisiva sulla gestione sociale, ragione per la quale non solo era giustificata la scelta del criterio della proporzionalità inversa, ma che metteva in luce anche la difficoltà a riscontrare in questa disposizione un *favor* all'ammissibilità del voto plurimo, poiché questo strumento, estremizzato, poteva proprio condurre all'assunzione di una posizione di dominio, che, viceversa, la norma mirava ad evitare²³⁸.

Quanto all'art. 89 n. 10, invece, si evidenziava che, già ad una sommaria lettura, l'autonomia statutaria concessa dalla disposizione atteneva al solo esercizio del diritto di voto, non certo alla spettanza dello stesso e quindi alla sua regolamentazione: pertanto, l'ammissibilità del voto plurimo non si poteva certamente argomentare da tale norma, non incidendo questa sulla sfera dell'esercizio del voto, ma sulla sua concreta spettanza o regolamentazione²³⁹.

Realisticamente, coloro che non vedevano di buon occhio la prassi dell'emissione di azioni a voto plurimo si ponevano nell'ottica di evitare di incorrere in abusi a cui, invece, ben avrebbe potuto portare l'ammissibilità di tali azioni: questo atteggiamento spiegava perché parte della dottrina si interrogasse del corretto funzionamento dell'assemblea nelle ipotesi in cui i soci rappresentanti la parte più ingente del capitale sociale si trovavano, proprio a causa del privilegio nel voto da parte degli altri azionisti, nelle condizioni di non poter contrastare la facoltà di questi ultimi di deliberare sugli affari sociali secondo il proprio convincimento²⁴⁰.

Tra questi, particolare attenzione merita la posizione di chi manifestava grande difficoltà a concepire che il voto plurimo fosse effettivamente uno strumento voluto dalla generalità dei soci, sembrando di converso più un meccanismo proposto e predisposto da una maggioranza di capitale già

²³⁸ La riflessione sulla disposizione e sulla *ratio* ad essa sottesa è propria di G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo in Italia*, cit., 128, il quale evidenzia per altro la difficoltà che avrebbe l'autorità giudiziaria ad omologare un patto sulla maggiorazione del numero di voti quando le azioni siano possedute da un unico azionista, in quanto in palese contrasto con la volontà espressa dal legislatore nell'art. 157.

²³⁹ Cfr., sul punto, G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo in Italia*, cit., 129.

²⁴⁰ G. FRÈ, *op. ult. cit.*, 137 s.

precostituita in favore di un determinato gruppo e, quindi, a discapito della stessa minoranza: questa osservazione risultava particolarmente rilevante nella ipotesi di emissione delle azioni a voto plurimo durante la vita della società, proprio perché la maggioranza già esistente, decidendo a favore dell'introduzione del voto plurimo, poteva attribuirsi il predominio sull'azienda e "liberarsi della noia di tenere troppo capitale immobilizzato in azioni"²⁴¹. Sotto questo profilo, quindi, il voto plurimo poteva anche essere utilizzato per scopi, potremmo dire, egoistici ed extrasocietari, come quello sopra esposto.

Di contro, si osservava che ogni istituto giuridico può prestarsi ad abusi, quindi l'approccio corretto al voto plurimo, al fine di scongiurare il rischio di un suo uso distorto, doveva essere quello di esaminarlo e giudicarlo nei suoi aspetti fisiologici, affinché potesse poi essere disciplinato e posto nelle condizioni di funzionare adeguatamente²⁴².

In argomento, è significativo il pensiero di un Autore, il quale, in primo luogo e con approccio critico, evidenziava che non parrebbe essere *modus operandi* corretto quello di decidere le sorti di un istituto sulla considerazione del suo impiego abusivo, perché «il pericolo di abusi non può mai essere un argomento invincibile per decidere l'ostracismo di un qualunque istituto giuridico, qualora di questo la necessità od utilità sia dimostrata»²⁴³. Lo stesso Autore, quindi, rilevava come già l'ordinamento apprestasse importanti garanzie avverso l'uso abusivo dello strumento, tra cui l'intervento in assemblea anche al possessore di una sola azione, la possibilità di creare qualsiasi categoria di azioni solo con una clausola espressa nello statuto e, infine, il rigido sistema di pubblicità e controllo degli atti sociali, a cui si affiancava il diritto di recesso del socio: cionondimeno, evidenziava come, qualora le stesse non fossero giudicate idonee, l'autonomia statutaria avrebbe potuto comunque sopperire a questa esigenza adottando opportuni rimedi. Tra le proposte di temperamento elaborate a tale fine da costui possono annoverarsi

²⁴¹ A. CABIATI, *Il progetto*, cit., 12.

²⁴² Cfr. C. VIVANTE, *I progetti di riforma*, cit., 429 ss.; A. SCIALOJA, *Il voto plurimo*, cit., 758; T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo*, cit., 131; R. RAVÀ, cit., 110 ss.

²⁴³ È in questi termini che si esprime A. SCIALOJA, *Il voto plurimo*, cit., 778 e 782.

la cessazione del voto plurimo in caso di cessione delle azioni o di vendita a terzi non graditi dagli azionisti ordinari e la previsione di un termine massimo di durata del privilegio.

Ulteriore criticità all'ammissibilità di partecipazioni a voto plurimo atteneva alla possibilità che, nel concreto, tali azioni finissero con lo snaturare i caratteri propri della società anonima, rendendola simile ad una società in accomandita per azioni. Sul punto, pare cogliere nel segno chi evidenziava come, con l'introduzione negli statuti delle azioni a voto plurimo, la società anonima continuasse a mantenere i caratteri suoi propri e nello specifico il suo connotato essenziale di società a responsabilità limitata di tutti gli azionisti di fronte a tutti i creditori sociali, nonostante la presenza di due gruppi di azionisti forniti di diritti diseguali; pertanto, non era corretta l'assimilazione delle società anonime a quelle in accomandita per azioni, da considerarsi da "dilettanti del diritto", perché nelle prime non era dato cogliere alcuna assimilazione tra capitale e lavoro, che invece contraddistingue le accomandite²⁴⁴.

Il vivace dibattito presente nella produzione scientifica non trovava, però, pieno e corrispondente riscontro negli interventi della giurisprudenza, prevalentemente di merito, sul tema.

Difatti, dall'esame della coeva produzione giurisprudenziale, pare emergere che le azioni a voto plurimo vennero riconosciute legittime non solo nella maggioranza dei casi in cui furono sottoposte al vaglio dei giudici di prime e

²⁴⁴ Così C. VIVANTE, *I progetti di riforma*, cit., 435.

seconde cure²⁴⁵, ma anche nell'unica occasione in cui ebbe modo di esprimersi la Corte di Cassazione, nel 1926²⁴⁶.

Occasione quest'ultima in cui la Suprema Corte, chiamata a pronunciarsi sul caso che vide coinvolta la Banca Industriale Italiana contro il Consorzio Mobiliare Finanziario²⁴⁷, dirimendo il contrasto giurisprudenziale sorto nei precedenti gradi di giudizio²⁴⁸, giunse ad affermare l'ammissibilità del voto plurimo nelle società

²⁴⁵ App. Milano, 16 dicembre 1924, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 210 ss.; App. Milano, 11 agosto 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 488 ss. e in *Foro it.*, 1925, I, 757 ss. con nota di A. SCIALOJA; App. Torino, 3 giugno 1927, in *Riv. dir. comm.*, 1927, II, 405 ss. con nota di V. PAULIS. Più dettagliatamente, R. RAVÀ, cit., 177. *Contra*, nel senso che l'emissione di azioni a voto plurimo si rivelava contraria al dettato legislativo, Trib. Milano, 4 maggio 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 488 ss.; Trib. Roma, 17 novembre 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II, 79 s. È appena il caso di osservare che la giurisprudenza favorevole all'emissione di azioni a voto plurimo non fu valutata con favore da tutta la dottrina, infatti alcuni autori si espressero in senso fortemente critico sul punto definendo le azioni a voto plurimo di modesta fattura, v. per tutti G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo in Italia*, cit., 144, il quale, tra l'altro in commento alla sentenza della Corte d'appello di Milano, 11 agosto 1925, cit., contesta al giudice di seconde cure di aver fondato il proprio convincimento su verità assiomatiche, senza indicare i principi fondamentali regolatori delle società anonime la cui violazione importerebbe l'inammissibilità delle azioni a voto plurimo, auspicando l'Autore, piuttosto, ad una pronuncia che potesse prescindere dal caso specifico sottoposto al vaglio della Corte e tenesse maggiormente in considerazione la compatibilità del voto plurimo in relazione alla struttura giuridica delle società anonime. Giova comunque ricordare che altra parte della dottrina, di converso, si esprimevano in senso estremamente favorevole nei confronti della suddetta posizione giurisprudenziale v., per tutti, A. SCIALOJA, *Il voto plurimo*, cit., 759.

²⁴⁶ Cass., 15 luglio 1926, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II, 373 ss.

²⁴⁷ Questo Consorzio nasceva nel 1920 come organo di difesa delle azioni della Banca Commerciale ed in vista dell'aumento del capitale voluto da quest'ultima a cui era seguita un'ampia diffusione delle azioni, con lo scopo di agevolare la diffusione nel pubblico delle azioni senza però compromettere la stabilità e l'indirizzo aziendale, nel 1924 attraverso un'operazione di aumento oneroso del capitale faceva ricorso al voto plurimo emettendo per metà azioni dello stesso tipo di quelle già in circolazione e l'altra metà azioni a voto plurimo postergate alle altre nel riparto degli utili sociali, tutte offerte in opzione ai soci, il che escludeva l'intento di assicurare il predominio di un gruppo attraverso questo strumento.

²⁴⁸ Si rende opportuna una breve sintetizzazione della vicenda giudiziaria in questione. In particolare, la stessa trae origine dalla negata richiesta di omologazione da parte del Tribunale di Milano della deliberazione assembleare del 24 novembre 1924 con cui la società anonima "consorzio Mobiliare Finanziario" aveva deliberato un aumento di capitale prevedendo l'emissione di azioni a voto plurimo, giudicando non conforme alla legge l'attribuzione di azioni di tal genere. Contro il decreto del Tribunale detta società ricorreva ai sensi dell'art. 781 c.p.c. alla Corte d'Appello di Milano la quale, con decreto del 16 dicembre 1924, cit., ordinava la trascrizione e pubblicazione ai sensi di legge della deliberazione dell'assemblea straordinaria del 24 novembre 1924. Adempite tali formalità la società suddetta provvedeva a dare esecuzione all'aumento, nel frattempo, la Banca Industriale Italiana agì in giudizio sia con ricorso in data 13 gennaio 1925 al Presidente del Tribunale per la sospensione dell'esecuzione della delibera, che tuttavia fu rigettata con decreto in data 29 gennaio 1925, sia impugnando il decreto del 16 dicembre 1924 con atto di citazione del 20 dicembre 1924, dinanzi al Tribunale di Milano, per

anonime, pur sottolineando, comunque, l'opportunità di un controllo da parte dell'autorità giudiziaria in sede di omologazione sul concreto contenuto della delibera assembleare²⁴⁹.

È interessante osservare un passaggio, nella richiamata pronuncia della Cassazione, in cui quest'ultima, pur riconoscendo rilevanza all'obiezione al voto plurimo rappresentata dall'alterazione che esso genera dei "fattori della volontà collettiva" in caso di concorso con azioni a voto singolo - finendo il voto singolo con l'essere "sommerso dalla massa dei voti plurimi" -, supera la portata della stessa ritenendola eventualmente spendibile nelle sole ipotesi in cui sia prospettata una modificazione statutaria, per l'introduzione delle azioni a voto plurimo nello statuto, non viceversa nei casi in cui una clausola che ne legittimi l'emissione sia già presente. Attraverso quest'argomentazione, la Suprema Corte giunge a ritenere che l'unico principio intangibile, ai sensi del Codice del Commercio, consiste nell'attribuzione di almeno un diritto di voto per ciascuna azione, principio che non si ritenne violato da parte della deliberazione assembleare del 24 novembre 1924 della società anonima "Consorzio Mobiliare Finanziario" posta al vaglio dei giudici di merito.

La trasposizione delle sopracitate considerazioni e perplessità nell'odierno contesto giuridico non deve erroneamente ritenersi priva di un rilievo pratico, atteso che le pregresse esperienze ed i risalenti dibattiti sul voto plurimo costituiscono ancora oggi un importante spunto di riflessione, non tanto sul profilo della legittimità del voto plurimo – ormai superato dalla nuova previsione dell'art. 2351, comma 4, c.c. – ma in relazione al concreto esercizio del diritto, al fine di

ottenere la declaratoria di nullità della delibera assembleare. Detto Tribunale con sentenza del 4 maggio 1925 accoglieva il motivo d'impugnativa relativo alla violazione dell'art. 164 cod. comm. per il fatto della creazione di azioni a voto plurimo, non consentite dalla suddetta norma ed annullava la delibera. Contro detta sentenza la società faceva appello dinanzi alla Corte d' Appello di Milano, chiamata questa volta a pronunciarsi sul voto plurimo in sede contenziosa, la quale, con sentenza del 11 agosto 1925 ammette la creazione di azioni con diseguale diritto di voto. V., G. PALAZZOLO, cit., 273 e, più di recente V. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato*, cit., 176.

²⁴⁹ M. BIONE, *Le azioni*, cit., 53 nt. 27.

verificare, nel caso, l'opportunità di prevedere dei correttivi idonei ad evitare distorsioni dello strumento, sui quali il legislatore moderno è rimasto silente.

3. Le azioni a voto plurimo nei progetti di riforma del Codice del Commercio

L'importante ed acceso dibattito sul voto plurimo, in realtà, non trovò genesi solo tra le fila dell'accademia, né rimase relegato al piano puramente scientifico, ma confluì e si articolò anche sul piano normativo, talvolta influenzandolo, in altri casi, invece, prendendo forma e spunto proprio da esso²⁵⁰.

Nell'ambito dei diversi progetti di riforma al Codice del Commercio²⁵¹, tra cui si distinguevano, in particolare, quello facente capo alla Confederazione Generale dell'Industria Italiana²⁵² e quello ascrivibile a Cesare Vivante in seno alla

²⁵⁰ V., C. VIVANTE, *L'autonomia del diritto commerciale e i progetti di riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, 573, il quale riferisce che intorno ai lavori di riforma del diritto commerciale si agitarono «Congressi, Camere di Commercio, Circoli e Leghe commerciali, industriali, Imprese assicuratrici e bancarie, Leghe di agenti di commercio, e di ragionieri in attesa di una protezione giuridica. Sorge in loro difesa una pressione collettiva, che raggiunge talvolta il carattere di una pressione politica per ottenere il riconoscimento di nuovi interessi di classe, di nuovi istituti giuridici e di nuove operazioni, che si inquadrerebbero unitamente nel sistema del codice di commercio.

²⁵¹ Si annoverano tra queste il progetto di legge dell'Associazione Bancaria (in *Riv. Banc.*, 1925, 49 s.) che prevedeva, tra l'altro la creazione di azioni a voto plurimo in sede costitutiva, l'uso di maggioranze rafforzate per l'adozione delle deliberazioni di emissione con diritto di recesso per i soci dissenzienti, il voto unico per le delibere di nomina dei sindaci e per le azioni di responsabilità contro gli amministratori. V. sul punto, T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo*, cit., 148 ss., particolarmente dubbioso sulla previsione che tutti i soci dovessero poter concorrere nella sottoscrizione delle azioni a voto plurimo; A. SCIALOJA, *Il voto plurimo*, cit., 783, che ritiene inammissibile ogni limitazione del voto privilegiato in rapporto all'oggetto della deliberazione. Quanto al progetto di riforma del Consiglio Superiore dell'economia nazionale, invece, esso prevedeva: a) un quorum rafforzato per l'emissione di azioni a voto plurimo, b) il voto plurimo nella misura massima del quintuplo ed in totale non superiore al 40% dei voti del complessivo capitale, c) azioni nominative ed interamente liberate, d) l'incapacità a terzi senza il consenso dell'assemblea delle azioni ordinarie, e) l'assenza per le azioni a voto plurimo di condizioni più vantaggiose in ordine ai dividendi ed al rimborso, f) l'appartenenza solo a cittadini italiani.

²⁵² CONFEDERAZIONE GENERALE DELL'INDUSTRIA ITALIANA, *Proposte di riforma del Codice del Commercio. Testo e note illustrative*, Roma, 1925, 39, 200.

Commissione d'Amelio²⁵³, veniva proposta, tra l'altro, l'emissione di azioni a voto plurimo subordinandola alla loro nominatività ed all'intestazione a cittadini italiani²⁵⁴.

L'introduzione delle azioni a voto plurimo era particolarmente caldeggiata, come si è detto, dal Vivante, il quale ne riconosceva la legittimità a condizione che il numero complessivo dei voti ad esse spettanti fosse inferiore al numero dei voti attribuiti alle altre azioni. Lo studioso evidenziava, inoltre, una serie di deliberazioni per le quali non riteneva opportuno ammettere l'esercizio del voto plurimo, quali, ad esempio, quelle in ordine al cambiamento dello scopo sociale, alla riduzione del capitale, allo scioglimento anticipato, nonché la nomina dei sindaci, essendo questi un organo di controllo tanto della maggioranza, quanto della minoranza²⁵⁵.

In quest'ottica, l'esigenza del voto plurimo nasceva dal bisogno di garantire la stabilità della direzione tecnica ed amministrativa della società, a sostegno della quale non si ritenevano sufficienti i sindacati degli azionisti formati per sostenere l'amministrazione²⁵⁶. Il pensiero del Vivante viene sinteticamente racchiuso da altra parte della dottrina in tre presupposti: "1) gli amministratori sono vittime dei soci; 2) questi si permettono di negoziare le azioni come se fossero proprietà singola loro; 3) bisogna quindi regolare le assemblee perché si decidano ad esercitare una funzione onesta ed efficace"²⁵⁷. La prospettiva del Vivante era, quindi, quella di sostenere il voto plurimo nell'ambito di una profonda revisione

²⁵³ Istituita con R.D. 3 giugno 1924 e presieduta da Mariano D'Amelio. Il progetto di riforma elaborato dalla sottocommissione d'Amelio e la relazione che lo accompagna si possono leggere in COMMISSIONE REALE PER LA RIFORMA DEI CODICI, SOTTOCOMMISSIONE B, *Codice del Commercio*, I, Progetto e II, *Relazione sul Progetto*, Roma, 1925-27, in particolare si veda, della relazione sul progetto, 76 ss.; M. BIONE, *Le azioni*, cit., 52.

²⁵⁴ S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D'ERAMO – N. LINCiano, cit., 23 s.

²⁵⁵ Le proposte suddette erano confluite nel progetto approvato dal Consiglio Superiore dell'Economia Nazionale si veda, C. VIVANTE, *I progetti di riforma*, cit., 436 s. È opportuno segnalare che in un successivo scritto Vivante si orientò verso la figura delle azioni a voto plurimo nominative e fidelizzanti, il riferimento è a C. VIVANTE, *Contributo alla riforma delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, 316 ss.

²⁵⁶ C. VIVANTE, *Le azioni a voto plurimo nelle società anonime*, cit., 548 s.

²⁵⁷ A. CABIATI, *Il progetto*, cit., 9. Sul punto si veda, altresì, V. CARIELLO, "Un formidabile strumento", cit., 554 ss., che riporta i termini del dibattito tra i due giuristi.

riformatrice dei rapporti interorganici nelle anonime, facendo salire in primo piano il potere esecutivo.

Di contro, anche tra i riformatori, l'avversione verso il voto plurimo ruotava essenzialmente sugli abusi ai quali l'istituto poteva dare luogo ed ai conseguenti danni: si riteneva che rappresentassero effetti distorsivi del voto plurimo l'annullamento del ruolo degli altri soci di maggioranza, nell'ipotesi di possesso di azioni a voto plurimo in mano ad una piccola percentuale di azionisti; il sopraggiungere di variazioni non programmate della ristretta cerchia di azionisti muniti del voto plurimo e delle condizioni iniziali che ne avevano favorito l'emissione, tra cui il venir meno del gradimento da parte degli altri soci o la modifica soggettiva di tale gruppo iniziale per effetto del trapasso delle azioni; non ultime, la possibilità di contrasti tra gruppi di comando e finanziari²⁵⁸.

Previsioni queste che, probabilmente, per essere fugate, avrebbero necessitato la predisposizione di un meccanismo caducatorio del beneficio decorso un dato termine o verificatosi talune circostanze.

Proprio alla luce di tali prospettive, il percorso argomentativo sotteso al Progetto d'Amelio portò la Commissione ad adottare una soluzione alternativa all'emissione di azioni a voto plurimo e, quindi, alla introduzione di una normativa sulle stesse²⁵⁹: in particolare, in seno alla Commissione si espressero motivazioni contrarie all'emissione di azioni di tal fatta di carattere squisitamente pratico, quali il pericolo di facilitare «l'infeudamento delle società anonime a ristretti gruppi finanziari», che avrebbero potuto finire col curare interessi propri, piuttosto che della maggioranza degli azionisti, ovvero il rischio di trasformare il controllo delle

²⁵⁸ Cfr. A. SCIALOJA, *Il voto plurimo*, cit., 776, che li ritiene facilmente superabili anche prestando attenzione all'esperienza francese sui vari progetti di riforma alla legge, rinviando sul punto a G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo in Francia*, cit., 207 ss.

²⁵⁹ La soluzione del progetto d'Amelio che respinse la proposta del Consiglio superiore dell'Economia – sostenuta anche dal Vivante – trovò diversi sostenitori: v. G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo in Italia*, cit., 121-175, 253, 490-513; L. LORDI, *Sul progetto del nuovo codice di commercio*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, 299, 402-436; L. MOSSA, *Saggio critico sul progetto del nuovo codice di commercio*, in *Annuario di diritto comparato e di studi legislativi*, 1927, I, 170-244.

banche finanziatrici sulle industrie beneficiate in un «asservimento sistematico, generatore di monopoli sempre più rigidi e pericolosi»²⁶⁰.

Si osservò, inoltre, che l'ottica attraverso cui guardare le azioni a voto plurimo non poteva tenere conto solo dell'esigenza di mantenere il "controllo nazionale delle società in mano ai padri fondatori e sottrarlo in tal modo ai gruppi stranieri di investitori", dovendosi prestare lo sguardo anche al profilo commerciale e più squisitamente pratico, ossia alla circostanza che, per facilitare il collocamento delle azioni, i soci fondatori non avrebbero potuto servirsi del voto plurimo in sede costitutiva, ma solo successivamente, quando cioè, durante la vita della società avrebbero dovuto, attraverso l'emissione di azioni a voto plurimo deliberata dalla maggioranza dell'assemblea, consolidare il proprio possesso²⁶¹.

Nulla vietava, però, che questo meccanismo, agevolmente attuabile dai soci fondatori potesse, altresì, essere governato anche dai soci investitori, maggiormente avvezzi a queste pratiche, attraverso manovre più repentine.

L'impiego di detto strumento anche da parte dei gruppi finanziari ne avrebbe dimostrato un forte effetto distorsivo: detti soggetti, infatti, percorrendo tale strada, sarebbero riusciti a consolidare «una posizione di fortuna conquistata con un abile colpo di borsa»²⁶².

In alternativa²⁶³, quindi, si propose di regolare i rapporti tra soci di comando e soci finanziatori non già attraverso la tecnica del voto plurimo, bensì mediante quella delle azioni con voto limitato, atte a perseguire un risultato analogo: assegnando, infatti, ai primi azioni ordinarie ed ai secondi azioni a voto limitato, le partecipazioni ordinarie finivano con l'assumere lo stesso peso del voto plurimo nell'altro sistema.

²⁶⁰ Il virgolettato corrisponde al testo della relazione, riportata in A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate*, cit., 930 e da questi estesa; in questi termini v., altresì, M. BIONE, *Il voto multiplo*, cit., 663.

²⁶¹ In tal senso v., la citata relazione riportata in A. ASQUINI, *op. ult. cit.*, 930 s.

²⁶² A. ASQUINI, *op. ult. cit.*, 931.

²⁶³ La Commissione adottò una soluzione di compromesso che non prendeva alcuna posizione sul voto plurimo proprio al fine di non pregiudicare un riesame della questione. V., sul punto, M. BIONE, *Le azioni di risparmio tra mito e realtà*, in *Giur. comm.*, 1975, I, 169 s., nt. 12.

Detta soluzione fu recepita nella formulazione dell'art. 170 del Codice del Commercio, secondo il progetto del 1925. Lo stesso articolo indicava espressamente, tra l'altro, le materie di competenza dell'assemblea straordinaria sulle quali le azioni suddette potevano avere il diritto di voto e la misura del privilegio di carattere patrimoniale goduto da tali azioni, rispetto a quelle ordinarie²⁶⁴.

Questa impostazione restò sostanzialmente immutata anche nel successivo Progetto di riforma del Codice del Commercio del 1940, in cui, tuttavia, per la prima volta, si prese espressamente posizione in relazione alle azioni a voto plurimo, contemplandone normativamente il divieto di emissione, salvo espresse deroghe²⁶⁵.

Difatti, in questo contesto le uniche società a cui veniva consentita l'emissione di tali azioni erano le società di interesse nazionale ed era previsto, in particolare, che le condizioni di emissione fossero approvate dal Ministro di grazia e giustizia d'accordo con il Ministro delle corporazioni: il voto non poteva essere attribuito in misura maggiore di un quintuplo di quello delle azioni ordinarie di pari valore ed il totale dei voti attribuiti alle azioni a voto plurimo non poteva eccedere la metà dei voti spettanti al totale delle azioni.

4. La sorte delle azioni a voto plurimo all'indomani dell'entrata in vigore del codice civile

L'entrata in vigore del codice civile segna nella disciplina delle azioni a voto plurimo un momento di grande importanza: per la prima volta nel nostro ordinamento il voto plurimo viene contemplato legislativamente, sia pure al solo

²⁶⁴ V. per una descrizione più dettagliata della fattispecie A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate*, cit., 931 ss.; M. BIONE, *Le azioni*, cit., 53, il quale evidenzia, altresì, come questo tipo di azioni presenti i profili peculiari delle successive azioni di risparmio.

²⁶⁵ Si tratta dell'art. 207 del Progetto di riforma 1940 rubricato "Divieto di emissione di azioni a voto plurimo" che così recitava: "Non possono emettersi azioni a voto plurimo, salvo quanto disposto dall'art. 320". Il divieto, infatti, non colpiva le società d'interesse nazionale.

fine di sancirne il divieto, venendosi a delineare con questa scelta una fase discendente nella parabola delle azioni a voto plurimo.

La disposizione destinata a disciplinare il diritto di voto, l'art. 2351 c.c.²⁶⁶, non pareva lasciare spazio a diverse interpretazioni sul punto: dopo aver ribadito nell'*incipit* il principio per cui ogni azione dà diritto al voto, al secondo comma regolava le azioni con voto limitato, definendone ambito di applicazione e privilegi ad esse connessi e concludendo con il divieto di emissione di azioni a voto plurimo.

Emergevano, quindi, in parte similitudini, ed in parte differenze, rispetto ai progetti normativi degli anni precedenti, riformatori del Codice del Commercio.

La fattispecie delle azioni a voto limitato veniva ripresentata ma con talune varianti: la limitazione del voto non era più circoscritta solo ad alcune materie di competenza dell'assemblea straordinaria, ma a tutte le deliberazioni dell'art. 2365 c.c. ed era introdotta la soglia della metà del capitale sociale, oltre la quale non potevano emettersi azioni di tal genere.

Questa soglia, invero, seppure in forma embrionale, era stata suggerita dal Vivante per le azioni a voto plurimo²⁶⁷ ed era stata recepita solo qualche decennio dopo per le azioni a voto plurimo emesse dalle società di interesse nazionale²⁶⁸.

Lo spazio concesso all'autonomia statutaria riguardava solo la possibilità di emettere azioni a voto limitato quale unica forma di voto non proporzionale consentita; erano escluse le fattispecie del voto plurimo e delle azioni senza voto considerate, per buona norma, le due deviazioni più estreme dal principio di proporzionalità tra voto ed azione.

Le azioni a voto limitato, inoltre, potevano essere emesse solo previo riconoscimento di un privilegio patrimoniale nella ripartizione degli utili ed in sede

²⁶⁶ L'art. 2351 c.c. nella sua originaria formulazione così disponeva "Ogni azione attribuisce il diritto di voto. L'atto costitutivo può tuttavia stabilire che le azioni privilegiate nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società abbiano diritto di voto soltanto nelle deliberazioni previste nell'articolo 2365. Le azioni con voto limitato non possono superare la metà del capitale sociale. Non possono emettersi azioni a voto plurimo."

²⁶⁷ Questa particolarità è evidenziata da M. BIONE, *Il voto multiplo*, cit., 665. Per un confronto tra la disciplina dell'art. 2351 c.c. e l'art. 170 Codice del Commercio secondo il progetto di riforma del 1925 v., A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate*, cit., 933 ss.

²⁶⁸ Infatti nel progetto di riforma del 1940, era stata espressamente prevista dall'art. 320.

di liquidazione nel rimborso del capitale, quale necessario bilanciamento della *deminutio* nel voto²⁶⁹. Difatti, proprio quest'ultima previsione aveva dato luogo ad un'interpretazione corrente nel senso della necessaria e biunivoca corrispondenza tra la limitazione del diritto di voto alle sole delibere dell'assemblea straordinaria e l'attribuzione del duplice privilegio patrimoniale, sicché non era ammissibile l'emissione di azioni a voto limitato, in assenza del suddetto privilegio²⁷⁰; il principio sotteso a quest'impostazione, di stampo tradizionalista, secondo cui alla limitazione dei diritti amministrativi dovesse necessariamente corrispondere un privilegio patrimoniale, farà il suo definitivo tramonto solo con le innovazioni apportate alla materia dalla riforma del 2003²⁷¹.

In relazione al voto plurimo, invece, la previsione del suo divieto non ebbe drastiche ripercussioni sulle azioni di tal genere già esistenti o emesse in sede di aumenti di capitale deliberati prima dell'entrata in vigore del codice e aventi lo scopo di conservare inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni, le quali poterono essere mantenute per tutta la durata della società emittente.

²⁶⁹ A detta scelta normativa era, poi, conseguita la tipizzazione delle azioni limitate nel voto come ipotesi esclusiva di azioni cd. privilegiate suscettibili di essere emesse dalle società per azioni: l'unica eccezione a questa regola era rappresentata, a far data dal 1974, dalle azioni di risparmio nelle società quotate. Difatti l'art. 14, d.l. 8 aprile 1974, n. 95, convertito in l. 7 giugno 1974, n. 216 introdusse in Italia le azioni di risparmio formalizzando così la figura del "socio investitore" interessato al risultato economico dell'investimento, distinta dalla figura dell'"azionista imprenditore" interessato invece alla gestione dell'impresa. Successivamente l'art. 145 del d.lsg. 24 febbraio 1998, n. 58, Testo Unico della Finanza, da un lato ha espressamente previsto per le s.p.a. quotate l'emissione di questa tipologia di azioni, pur non qualificandola testualmente "azione di risparmio", dall'altro poi ha rimesso all'autonomia statutaria la determinazione del contenuto del privilegio, le condizioni, i limiti, le modalità ed i termini per il suo esercizio. V., M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto*, cit., 923 nt. 5; A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub 2351*, cit., 303. Sul tema si vedano, altresì, considerazioni e riferimenti bibliografici già espressi nel capitolo precedente.

²⁷⁰ V., C. ANGELICI, *Le azioni*, cit., 168 ss., anche per un quadro normativo nel periodo precedente alla riforma del 2003; M. BIONE, *Le azioni*, cit., 57 ss.; R. CAVALLO BORGIA, *Le azioni e le obbligazioni*, in *Le società*, Trattato a cura di F. Galgano, Torino, 2002, 127 ss.

²⁷¹ Sul bilanciamento tra diritti amministrativi e patrimoniali anche in relazione al principio di uguaglianza v., G. D'ATTORRE, cit., 193 ss., il quale evidenzia che sotto questo profilo il principio di uguaglianza tra i soci perde il ruolo di limite all'autonomia statutaria che aveva nel sistema previgente, nonché discorre dell'opportunità dell'autonomia statutaria di attribuire maggiori diritti patrimoniali venuto meno il riferimento normativo. Cfr., altresì, C. FORMICA, *Le novità della riforma azionaria*, cit., 176.

La motivazione sottesa al divieto era a quel tempo quanto mai chiara: le esigenze ed il contesto storico che avevano favorito la diffusione delle azioni a voto plurimo erano già superate in quegli anni secondo quanto affermato nella stessa Relazione ministeriale al codice civile, dalla quale emergeva la non necessarietà dell'emissione di azioni di questo tipo poiché connesse «ad una fase ormai superata della nostra struttura finanziaria». Il sistema del voto plurimo, quindi, non aveva più l'apprezzabile funzione di «comodo strumento di dominio» e di «necessario mezzo di difesa»²⁷², sicché, non occorrendo una sua disciplina positiva, la scelta di vietarne espressamente la fattispecie era maggiormente in linea con i nuovi tempi.

È plausibile ritenere che queste considerazioni fossero ancora sentite al tempo della riforma del 2003, che rappresentò una seconda occasione per il legislatore di intervenire sulle azioni a voto plurimo, occasione che, tuttavia, rimase inutilizzata, in ossequio all'originaria scelta “conservatrice” del legislatore del '42.

Questa soluzione, che oggi potremmo definire “di comodo” non passò inosservata agli occhi della dottrina, atteso il rilevante dibattito che ne è conseguito, seppure, ad onore del vero, va premesso che l'opportunità di codificare positivamente la facoltà di emettere azioni a voto plurimo non era stata del tutto estranea ai lavori preparatori della riforma, essendo essa stata concretamente presa in considerazione con riguardo alle spa chiuse²⁷³; tuttavia, l'ampiezza della formulazione contenuta nella legge delega, non imponendo il mantenimento di detta previsione, aveva in qualche modo legittimato la possibilità di prevedere, di

²⁷² Il virgolettato concerne espressioni proprie della Relazione al Codice Civile del 1942 n. 955. In particolare, sulle citate accezioni delle azioni a voto plurimo v., in precedenza, G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo in Italia*, cit., 121. Per le ragioni che spinsero nel 1942 all'introduzione del divieto di voto plurimo v. A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate*, cit., 929 ss.

²⁷³ Cfr. i lavori preparatori pubblicati in *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, a cura di M. Vietti – F. Auletta – G. Lo Cascio – U. Tombari – A. Zoppini, Milano, 2007, 885 e 848 con riferimento agli articolati del 23 aprile 2002 e 30 luglio 2002; v., altresì, A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub art. 2351*, cit., 302 nt. 4, il quale riferisce della circolazione, seppure in via ufficiosa, di un testo di riforma che consentiva l'emissione di azioni a voto plurimo.

contro, un divieto di emissione di azioni di tal fatta, soluzione che, una volta adottata, aveva attirato l'interesse della dottrina, espressasi sul tema anche in tono critico.

Vi è stato, infatti, chi ha visto in tale scelta normativa un mero retaggio del passato²⁷⁴, la cui ragione andrebbe ricercata in «suggerzioni di continuità storica»²⁷⁵ e chi l'ha giustificata in quanto opportuna²⁷⁶. Di contro, non è mancato chi ne ha evidenziato la contraddittorietà con l'aver introdotto nell'ordinamento azioni prive del voto, al punto tale da rendere pleonastico il divieto stesso²⁷⁷.

Secondo i più²⁷⁸, la conservazione del divieto del voto plurimo ha confermato, la volontà del legislatore di impedire che, attraverso il ricorso a tale strumento, si possano configurare situazioni nelle quali una minoranza di soci si assicuri il controllo della società in modo stabile e duraturo, riducendo la partecipazione degli altri azionisti a mero concorso finanziario alla formazione del patrimonio sociale. Da questo punto di vista l'obiettivo del divieto sarebbe quello di evitare la concentrazione del potere in un'aliquota del capitale eccessivamente

²⁷⁴ V., M. BIONE, *Il voto multiplo*, cit., 671 ss., il quale, tuttavia, nel tentativo di giustificare il divieto, ne ha individuato un significato ed una valenza sua propria; in particolare, secondo l'Autore questa scelta del mantenimento del divieto ha una sua utilità in quanto ha evitato le molteplici difficoltà in ordine al conteggio dei quorum assembleari (effettivamente emerse con il voto plurimo come si vedrà nel corso della trattazione), nonché le stesse perplessità sorte al tempo delle riforme del Codice del Commercio e del codice civile in ordine all' "infeudamento" delle spa, già accennate. V. altresì, A. ZANONI, *sub art. 2351*, in *Codice commentato delle s.p.a.*, diretto da Fauceglia – Schiano di Pepe, Torino, 2006, 209. In tono critico si esprimono anche A. ANGELILLIS – M.L. VITALI, *sub art. 2351*, cit., 472 ss.

²⁷⁵ Così A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub art. 2351*, cit., 302, il quale non riconosce nella scelta del legislatore ragioni di carattere applicativo, atteso anche l'ampio spazio che il sistema lascia all'introduzione di rilevanti modifiche alla regola di corrispondenza tra potere e rischio nella s.p.a.

²⁷⁶ In questo senso, N. ABRIANI, *sub art. 2348, 2351*, cit., 323.

²⁷⁷ V., M. BIONE, *Il voto multiplo*, cit., 671, secondo cui anche attraverso l'emissione di azioni senza voto si determina una situazione sostanzialmente analoga a quella del voto plurimo, mediante un incremento del *quantum* dei voti delle altre azioni; da qui la sua considerazione del divieto di azioni a voto multiplo come "una mera scoria del passato". Cfr. altresì, C. ANGELICI, *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, cit., 1684 e B. MASSELLA DUCCI TERI, *Appunti in tema di divieto*, cit., 759 s.

²⁷⁸ A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub art. 2351*, cit., 302; N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti*, cit., 304 s.; M. NOTARI, *Disposizioni generali. Conferimenti. Azioni*, in AA. VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2012, 147; B. MASSELLA DUCCI TERI, *Appunti in tema di divieto*, cit., 761, il quale sulla scia di tale *ratio* ricostruisce la portata del divieto nel senso di vietare la creazione di categorie di azioni che attribuiscono più di un voto ciascuna.

modesta²⁷⁹, il che giustificherebbe l'individuazione della soglia del quarto del capitale sociale come limite al di sotto del quale debba essere evitata la cristallizzazione del controllo, poiché sotto tale soglia "il governo della società non si ritiene trovi più sociale ed economica giustificazione"²⁸⁰.

Di converso, non è mancato, tra i sostenitori delle azioni a voto plurimo, chi ha evidenziato i vantaggi che possono discendere dalla concentrazione del controllo in un'aliquota minima del capitale sociale: infatti, l'introduzione delle azioni a voto plurimo, proprio in quanto suscettibile di produrre questo risultato, ben potrebbe prestarsi a garantire la prevalenza o la stabilità della partecipazione in capo ad un socio, ad esempio quello fondatore o dotato di particolari qualità, o di gruppo di soci, indipendentemente dalla circolazione delle azioni a voto ordinario²⁸¹.

Argomentazione questa che riecheggia le considerazioni precedentemente avanzate in dottrina, in riferimento agli altri ordinamenti già avvezzi alla pratica delle azioni a voto plurimo, dalla cui esperienza era stato possibile constatare gli effetti positivi sul mercato dell'emissione di azioni a voto plurimo. Non va dimenticato, infatti, che la letteratura più copiosa sul tema si è sviluppata a partire dagli anni 80-90 del secolo scorso.

Non era poi mancato chi, in difesa del principio di correlazione tra rischio e potere, riconduceva la *ratio* del divieto non tanto all'esigenza di impedire l'attribuzione a ciascuna azione di un numero di voti superiore all'unità, quanto a

²⁷⁹ V., sul punto, A. ANGELILLIS – M.L. VITALI, *sub art. 2351*, cit., 466; M. BIONE, *Il voto multiplo*, cit., 674; N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti*, cit., 304 s.

²⁸⁰ Così, M. BIONE, *Il voto multiplo*, cit., 673. V. anche B. MASSELLA DUCCI TERI, *Appunti in tema di divieto*, cit., 761 e nt. 75.

²⁸¹ Sul punto v., N. ABRIANI, *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 146 ss.; V. SANTORO, *sub 2351*, cit., 147 ss. Di particolare rilevanza in argomento è il contributo offerto da D.U. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei D.D. lgs. 17 gennaio 2003, nn. 5 e 6*, Milano, 2003, 83, che, favorevole all'introduzione delle azioni a voto plurimo aveva elaborato alcuni correttivi contro possibili abusi dello strumento, tra cui i tetti al numero di voti esprimibili dall'insieme delle azioni a voto plurimo e i tetti ai voti attribuibili ad ogni singola azione. In argomento si veda anche l'opinione di C. ANGELICI riportata in *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, cit., 885 e 1683 ss.

quella di preservare una tendenziale proporzionalità tra potere e rischio²⁸², anche in termini di contendibilità del controllo, nell'ottica secondo cui in questo campo la proporzionalità risulta essere la regola di *governance* economicamente più efficiente²⁸³. Orientamento questo difficilmente condivisibile, alla luce delle osservazioni già avanzate nella prima parte di questo lavoro sul tema della correlazione tra rischio e potere, ritenuto un principio superato già per il tramite della riforma del 2003, atteso che dall'esame degli istituti con essa introdotti è emerso che essi paiono smentire l'esigenza dell'ordinamento di rifarsi al principio della correlazione proporzionale tra rischio e potere.

Infine, non è mancato chi, rievocando una tendenza tipica della codificazione del '42 in materia societaria, seppure intrisa di aspetti pratici in ordine all'operatività dell'istituto, ha individuato la *ratio* del divieto di voto plurimo in un'esigenza di standardizzazione delle azioni, al fine di consentirne la confrontabilità, soprattutto in ordine alla determinazione del prezzo di acquisto delle stesse. Avverso tale affermazione è stato, tuttavia, obiettato che il voto plurimo non può incidere su tale aspetto: non si capirebbe, infatti, per quale motivo il mercato non dovrebbe essere in grado di determinare il prezzo di un'azione che attribuisce un numero di voti superiore ad uno, atteso che, in ogni caso, il voto plurimo comporterebbe la creazione di una categoria di azioni all'interno della quale ben potrebbe essere assolta l'esposta esigenza²⁸⁴.

²⁸² Per le considerazioni esposte v., A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Le azioni*, cit., 1051 e M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto*, cit., 926, che evidenzia la differenza delle azioni a voto plurimo rispetto a quelle prive del diritto di voto, in riferimento alla proporzione tra potere del socio e rischio.

²⁸³ N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti*, cit., 305; N. ABRIANI, *sub artt. 2348, 2351*, cit., 321 ss. Cfr., altresì, M. BIONE, *Il voto multiplo*, cit., 674. *Contra*, non condividendo l'argomentazione in quanto indirizzata prevalentemente alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio v., B. MASSELLA DUCCI TERI, *Appunti in tema di divieto*, cit., 754.

²⁸⁴ B. MASSELLA DUCCI TERI, *op. ult. cit.*, 757, in particolare nt. 61, dove esprime qualche perplessità in riferimento al voto condizionato.

5. Il favor del legislatore verso il voto più che proporzionale: la recente riforma sul voto plurimo e maggiorato

La sorte delle azioni a voto plurimo - che per lungo tempo erano state relegate a mero retaggio del passato difficilmente armonizzabile con i principi del diritto moderno - era destinata nuovamente a mutare, un decennio dopo la riforma organica del diritto societario, con il d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito in l. 11 agosto 2014 n. 116, che ha legittimato due forme di voto sovrapporzionale: il voto plurimo, regolato dal quarto comma dell'art. 2351 c.c., ed il voto maggiorato disciplinato dall'art. 127- *quinquies* t.u.f.²⁸⁵.

Le azioni a voto plurimo possono essere introdotte solo nelle società chiuse ed in quelle che fanno appello al mercato del capitale di rischio ma non quotate²⁸⁶, stante il disposto dell'art.127-*sexies*, comma 1, t.u.f.; di contro ai soci delle società quotate può essere riconosciuto il voto maggiorato di cui all'art. 127- *quinquies* t.u.f., nella misura massima di due voti - e non tre come nella variante disciplinata dal codice civile - per ciascuna azione purché l'azionista proprietario ne abbia mantenuto la titolarità per un periodo continuativo di tempo non inferiore a ventiquattro mesi.

Rinviando ai capitoli successivi l'esposizione delle questioni applicative concernenti le azioni a voto plurimo, in tal sede pare opportuno focalizzare l'attenzione sulla portata innovativa di tale riforma che, a ben vedere, nonostante l'istituto non sia nuovo nell'ordinamento, rappresenta comunque la prima regolamentazione positiva di esso. Andranno, quindi, approfondite le ragioni portatrici di una riforma così radicale, soprattutto al fine di comprendere come mai, nel giro di un decennio, dalla strenua difesa del divieto di emissione di azioni a

²⁸⁵ Si evidenzia che la versione originaria del decreto legge conteneva solo la disciplina in tema di azioni a voto maggiorato, quella sul voto plurimo è stata introdotta in un secondo momento, in sede di conversione de decreto legge. Sul punto ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 479 nt. 7.

²⁸⁶ Sulla soluzione del legislatore italiano che ha vietato alle società quotate l'emissione di azioni a voto plurimo, in quanto isolata in Europa, è critico M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo*, cit., 153.

voto plurimo si sia giunti alla soluzione diametralmente opposta, legittimando l'istituto in parola.

A questo scopo certamente sovengono le considerazioni sul *favor* verso il voto plurimo maturate negli altri ordinamenti e coadiuvate da una copiosa letteratura, ivi compresi studi economici e giuridici, affrontati nella prima parte di questo lavoro²⁸⁷, che in tal sede vanno tenute in debita considerazione in quanto rappresentano il contesto economico-giuridico che ne ha sollecitato la disciplina nel diritto interno, nell'ottica della concorrenza tra ordinamenti.

La totale assenza di confronto e dibattito dottrinario nazionale, precedentemente al riconoscimento normativo delle azioni a voto potenziato, è stata evidenziata, in tono velatamente critico, da un Autore²⁸⁸ che, riprendendo le parole del Vivante, ha sottolineato come l'assenza di un lavoro preparatorio desunto dalla realtà non abbia fatto altro che indurre il legislatore a «trasportare nel diritto italiano le riforme adottate dai governi stranieri senza la conoscenza della nostra vita economia e degli abusi amministrativi invalsi nella pratica delle società anonime»²⁸⁹. Probabilmente, infatti, se la riforma avesse tenuto conto almeno degli sforzi interpretativi ed argomentativi profusi nel contesto storico della prima metà del secolo scorso, in cui traeva genesi la prassi delle azioni a voto plurimo, la stessa disciplina codicistica sarebbe stata più «prudente, accorta e soddisfacente», anche al fine di qualificare detto istituto come «eccezionale e di applicazione occasionale e contingente»²⁹⁰.

Le esigenze che, rispetto al passato, sono state determinanti nell'adozione della riforma sono diverse e di vario genere, ma tutte principalmente connesse agli effetti che il voto plurimo è in grado di determinare, come già visto, sul controllo

²⁸⁷ Si vedano, sul punto, i paragrafi 1,2 e 3 del primo capitolo.

²⁸⁸ La considerazione esposta appartiene a V. CARIELLO, *Un formidabile strumento*, cit., 501.

²⁸⁹ In questi termini si esprimeva il Vivante già nel 1935, in riferimento alle società anonime con un'argomentazione che si presenta di grande attualità ancora oggi, in cui spesso le scelte legislative interne sono indotte dall'adeguamento alle politiche normative degli altri Stati. V., C. VIVANTE, *Per la riforma delle società anonime. Istituzione di un ufficio centrale di controllo e di riforma sulle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1935, I, 500.

²⁹⁰ Così V. CARIELLO, *Un formidabile strumento*, cit., 510.

della gestione sociale. Viene in quest'ottica evidenziata la possibilità, mediante l'emissione di azioni con voto plurimo, di ridurre il ricorso a patti parasociali o ad altri strumenti di rafforzamento del controllo, come i gruppi piramidali, a cui invece può indurre l'obbligatorietà della regola "un'azione un voto"²⁹¹, ma al contempo di incentivare la raccolta del capitale di rischio e gli investimenti azionari²⁹², ampliando la gamma di azioni emettibili: non sarebbe precluso, infatti, alle imprese, riconoscendo all'azionista un peso maggiore rispetto alla quantità dell'investimento effettuato, di raccogliere risorse sul mercato²⁹³, ciò nel contempo assicurerebbe al socio di riferimento di non perdere il potere assembleare e, quindi, di non diluire la propria partecipazione²⁹⁴.

Sulla scorta di tali effetti positivi è stato sostenuto che l'istituto potrebbe avere un ampio respiro applicativo nell'ordinamento interno, soprattutto in relazione alle tipologie di imprese di dimensioni medio-piccole a struttura familiare, particolarmente diffuse in Italia ma più restie alla quotazione²⁹⁵: queste, infatti, conservando una piccola percentuale del capitale sociale, possono garantirsi il permanere del controllo nelle proprie mani, senza tuttavia privarsi dell'opportunità di aprirsi al mercato del capitale di rischio e godere, così, degli innumerevoli vantaggi che esso può comportare²⁹⁶.

²⁹¹ Così alla relazione di accompagnamento al d.lgs. n. 91/2014, contenuta nell'Atto Senato AS n. 1541. Scettico sull'idoneità di tale strumento ad inibire il proliferare di patti parasociali ed altri strumenti di controllo è V. CARIELLO, *Un formidabile strumento*, cit., 500 nt. 24, il quale evidenzia che a fondamento dell'auspicio a cui fa riferimento la Relazione illustrativa di accompagnamento alla riforma non concorrono le «evidenze empiriche storiche e comparatistiche», che sono invece di segno contrapposto.

²⁹² ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 478. V., anche l'opinione di C. ANGELICI in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo*, cit., 215, secondo cui nella scelta dell'ordinamento di consentire l'emissione di azioni a voto plurimo hanno svolto un ruolo significativo considerazioni di finanza pubblica: lo strumento, infatti, "consente di aumentare il numero di azioni da offrire al mercato, e così la cassa che ne risulta, senza perdere il controllo della società"; sulla possibilità che le azioni a voto plurimo favoriscano la quotazione in borsa v., U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 589.

²⁹³ C. TEDESCHI, *Le azioni*, cit., 1075.

²⁹⁴ ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 479.

²⁹⁵ Nella Relazione al decreto legge, contenuta nell'Atto Senato n. 1541, si afferma che "il timore di perdere il controllo a seguito della quotazione rappresenta uno dei principali fattori che disincentiva l'ingresso in borsa delle imprese familiari italiane."

²⁹⁶ V., A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Le azioni*, cit., 1058; M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto*, cit., 935; B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto competitività*, cit., 464; M. CIAN, *Capitale*,

Quanto, invece, alla finalità del voto più che proporzionale di incentivare gli investimenti a lungo termine, ampiamente riconosciuta negli altri ordinamenti e sollecitata in più occasioni dalla Commissione Europea²⁹⁷, essa è parsa essere di scarso rilievo pratico rispetto alla fattispecie codicistica del voto plurimo, mentre maggiormente in linea con essa è risultato il voto maggiorato del t.u.f.²⁹⁸, del quale pare opportuno fornire, nelle pagine che seguono, una breve enunciazione dei profili caratterizzanti, evidenziando le differenze con l'istituto del voto plurimo.

5.1 I tratti salienti della diversa fattispecie del voto maggiorato

Come più volte evidenziato, il recente intervento normativo ha dato alla luce anche l'istituto del voto maggiorato, che si sostanzia nella possibilità, sulla base di apposita clausola statutaria, di riconoscere all'azionista un voto maggiorato, fino ad un massimo di due, per ciascuna azione che sia appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi o ad un termine più lungo stabilito dall'autonomia privata²⁹⁹.

proprietà, controlli, cit., 1258 ss.; F. ANNUNZIATA – A. GIOMBINI, *La disciplina del voto plurimo introdotta dal decreto competitività. Pegno, usufrutto e sequestro di azioni a voto plurimo*, reperibile su www.dirittobancario.it.

²⁹⁷ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde, Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, 1200 ss.

²⁹⁸ Sui profili di interesse per gli investitori di medio-lungo termine v., U. TOMBARI, *"Maggiorazione del dividendo" e "maggiorazione del voto": verso uno "statuto normativo" per l'investitore di medio-lungo termine?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, I, 303 ss. In senso critico, P. MONTALENTI in AA. VV. *Voto maggiorato, voto plurimo*, cit., 223; ID., *Voto maggiorato e voto plurimo: prime riflessioni*, cit., 11.

²⁹⁹ Per una più ampia disamina della disciplina del voto maggiorato v., *ex multis*, ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 479; G. SCOGNAMIGLIO – C. ANGELICI – P. MONTALENTI – R. COSTI – N. CIOCCA – F. DENOZZA – G. GUIZZI – F. VELLA – M. LIBERTINI – N. ABRIANI – V. CALANDRA BUONAURA, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'opa*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, 211 ss.; A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Le azioni*, cit., 1048; B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto competitività*, cit., 465 ss.; M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto*, cit., 921 ss.; G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corriere giur.*, 2015, 153 ss.; I. POLLASTRO, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 57 ss.; P. MONTALENTI, *Voto maggiorato e voto plurimo: prime riflessioni*, cit., 9 ss.

L'effetto che genera quest'istituto è peculiare, in quanto suo tramite la moltiplicazione del voto va a costituire un premio che l'azionista fedele riceve a discapito degli altri soci che, invece, la subiscono senza alcuna possibilità di veto. Viene in tal modo a crearsi una dissociazione tra il voto attribuito dall'appartenenza ad una determinata categoria di azioni e la moltiplicazione di esso non quale caratteristica dell'azione, ma per effetto di una prerogativa personale³⁰⁰, quale è l'appartenenza ininterrotta alla società per il periodo di tempo indicato nello statuto. Questo dimostra come il requisito del possesso ininterrotto, che manca nella fattispecie codicistica del voto plurimo, ben si concili con la finalità, perseguita dal legislatore attraverso detto istituto, di incentivare gli azionisti a investimenti di lungo termine, in modo da favorirne l'impegno attivo all'interno della società.

Lo scarto tra la spettanza oggettiva - perché connessa alla titolarità di azioni - e soggettiva del voto - in quanto dipendente da requisiti personali, induce ad evidenziare brevemente in tal sede i tratti salienti della fattispecie del voto maggiorato rispetto alle azioni a voto plurimo: andrebbe, infatti, sgombrato il campo dalla credenza di una forte analogia tra i due istituti perché, come di seguito precisato, pochi sono i tratti istituzionali in comune, mentre più numerose sono le equiparazioni sul piano degli effetti. Difatti, la maggiorazione del voto è atta a generare, pressappoco, le medesime conseguenze che possono scaturire dal voto plurimo, sia sul piano sociale, in relazione all'esercizio del diritto di voto, che su quello del controllo e della possibilità di affidare anche ad una minoranza esigua del capitale un maggior potere all'interno della società, sicché quanto già affermato in relazione al voto plurimo sui predetti aspetti potrà ritenersi afferente anche al voto maggiorato, fatte salve talune eccezioni proprie di questo istituto e,

³⁰⁰ Il riferimento ad un elemento "genuinamente personalistico" come definito da E. MARCHISIO, *La "maggiorazione del voto"*, cit., 80, non è nuovo all'interno della disciplina del t.u.f., essendo questa osservazione mossa, prima ancora della maggiorazione del voto, in riferimento alla fattispecie della maggiorazione del dividendo di cui all'art. 127 - *quater* t.u.f. In argomento v., E. MARCHISIO, *La maggiorazione del dividendo. Art. 127 - quater t.u.f.*, in *Riv. dir. impr.*, 2013, 289 ss.; N. DE LUCA, *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 260.

soprattutto, nei limiti di compatibilità con la disciplina specifica delle società quotate³⁰¹.

In relazione al profilo sostanziale, invece, va evidenziato che, mentre il diritto di voto plurimo spetta direttamente sulla base della titolarità di azioni munite del suddetto privilegio, il voto maggiorato può essere vantato solo ed a condizione che l'azionista interessato a goderne abbia preventivamente provveduto alla sua iscrizione presso l'apposito elenco di cui all'art. 127 – *quinquies*, commi 1 e 2, t.u.f.³⁰².

L'iscrizione in tale elenco, infatti, costituisce al contempo manifestazione della volontà di profittare della maggiorazione del voto, nonché condizione prodromica perché il beneficio possa sorgere³⁰³: da tale adempimento decorrono i termini per la maturazione del diritto, ma occorre che il requisito di appartenenza della partecipazione azionaria per il tempo di almeno ventiquattro mesi o quello eventualmente più lungo indicato nello statuto, sia ininterrotto. *Medio tempore* la cessione a terzi della partecipazione, salvo le ipotesi di seguito descritte, determina la decadenza dal diritto di esercitare il voto maggiorato, ed ugualmente vale per la

³⁰¹ Nell'ambito degli effetti tipici dell'introduzione della maggiorazione del voto nelle società quotate, soggette alla disciplina del t.u.f., meritano di essere brevemente accennate, rinviando per un'esposizione più dettagliata al par. 5, cap.3, le conseguenze in materia di OPA obbligatoria che da essa sono dipese, attesa la significativa incidenza della maggiorazione del voto nel sistema di calcolo della soglia il cui superamento impone il lancio dell'OPA. Il riferimento, in particolare, è all'art. 106, comma 1, t.u.f., secondo cui è tenuto all'obbligo dell'OPA il soggetto che “a seguito di acquisti ovvero maggiorazione dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento”. Sul tema v., R. COSTI e G. GUIZZI, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'opa*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, 225 ss. e 239 ss.; G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate*, cit., 163 ss.; C. MOSCA, *La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie opa*, in *Nuove leggi Civ. Comm.*, 2015, 863 ss.; B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto competitività*, cit., 478 s.; M. LAMANDINI, *Voto plurimo, voto maggiorato e disciplina dell'opa (prime “spigolature” esegetiche)*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, 125 ss.; ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 525 ss.

³⁰² Le caratteristiche dell'elenco sono stabilite dalla Consob e si sostanziano soprattutto nell'art. 143 –*quater* Regolamento Emittenti. V., in argomento, CONSOB, *Documento di consultazione del 5 novembre 2014*, reperibile sul sito www.consob.it, 3 s.

³⁰³ Sulla rilevanza retroattiva del possesso v., in particolare, P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali*, cit., 450.

decisione volontaria di cancellarsi dall'elenco apposito prima del decorso del termine di legge o di statuto³⁰⁴.

In argomento, tuttavia, sussiste un certo margine di operatività dell'autonomia statutaria nella determinazione delle “modalità per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti”³⁰⁵: tra esse, oltre alla richiamata possibilità di fissare la durata continuativa di possesso delle azioni per un tempo maggiore di quarantotto mesi, si annovera quella di prevedere statutariamente la rinuncia irrevocabile al voto maggiorato da parte degli aventi diritto e la disciplina di singole ipotesi di cessione gratuita o onerosa delle azioni, per le quali non si vuole che operino le prescrizioni di cui alle lettere a e b dell'art. 127-*quinquies*, comma 3, t.u.f., facendo la norma espressamente salva una diversa previsione statutaria³⁰⁶.

La maggiorazione del voto, inoltre, per espressa disposizione di legge³⁰⁷, non determina la creazione di una categoria speciale di azioni ai sensi dell'art. 2348 c.c.: questa previsione esclude a priori che le azioni a voto plurimo e quelle alle quali accede il beneficio del voto maggiorato possano condividere la medesima natura giuridica, con la conseguenza che esse sono soggette ad una diversa disciplina, in caso di loro circolazione³⁰⁸.

Difatti, mentre in relazione al voto plurimo, come sarà approfondito in seguito, è pressoché certo che la maggiorazione del voto circoli insieme con l'azione, essendo una caratteristica che connota quest'ultima - salvo ad immaginare una decadenza dal beneficio per effetto di una apposita clausola

³⁰⁴ Cfr., U. TOMBARI, “Maggiorazione del dividendo”, cit., 316; E. GINEVRA, *La disciplina degli emittenti*, in *Diritto commerciale*, II, a cura di M. Cian, 2014, 913.

³⁰⁵ Così dispone l'art. 127 – *quinquies*, comma 2, t.u.f.

³⁰⁶ Cfr., R. GUGLIELMETTI, *Il voto maggiorato alla luce delle ultime novità del decreto competitività*, in *www.dirittobancario.it*, 1-10-2014, 4 s.; P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali*, cit., 454 ss., che si sofferma, altresì, sulle problematiche connesse alla definizione dei margini di operatività della figura della “appartenenza” - presupposto a cui il legislatore ha connesso la spettanza del diritto - auspicando un intervento statutario diretto a precisare con chiarezza “la portata dei “paletti” della appartenenza e della cessione, oltre gli interventi di *opt in* e *opt out* espressamente previsti dall'art. 127 – *quinquies*”.

³⁰⁷ Cfr., art. 127 – *quinquies*, comma 5, t.u.f.

³⁰⁸ Sulla differenza tra voto plurimo e voto maggiorato in riferimento all'appartenenza solo del primo ad una categoria di azioni v., U. TOMBARI, “Maggiorazione del dividendo”, cit., 316.

statutaria -, le medesime considerazioni non sono spendibili in relazione al voto maggiorato³⁰⁹. Difatti, non costituendo le azioni con voto maggiorato una categoria di azioni, la loro cessione a terzi, tanto a titolo oneroso quanto a titolo gratuito comporta la perdita del beneficio³¹⁰; eccezion fatta per il caso di circolazione *mortis causa* della partecipazione, ovvero nelle ipotesi di fusione, scissione o aumento a titolo gratuito del capitale sociale con emissione di nuove azioni, secondo il disposto dell'art. 127 – *quinquies*, comma 3, lett. *a* e *b*, t.u.f.³¹¹.

Diversamente dalle azioni a voto plurimo, quindi, la maggiorazione del diritto di voto, non rappresentando una caratteristica dell'azione, non appartiene al “fascio” di diritti in essa incorporati e per questa ragione essa non è atta a circolare unitamente all'azione³¹².

L'esclusione del voto maggiorato dal novero delle categorie di azioni ha comportato, quale ulteriore conseguenza, l'inapplicabilità dell'art. 2376 c.c. sulle assemblee speciali, di tal che qualsiasi modifica peggiorativa della clausola statutaria che attribuisce il voto maggiorato, o anche la sua eliminazione, non necessiterà di alcuna approvazione da parte dell'assemblea speciale degli azionisti che godono del beneficio³¹³.

Un ultimo punto di distacco tra le due fattispecie riguarda il diritto di recesso del socio occasionato dall'introduzione in statuto della previsione del voto

³⁰⁹ Sugli atti di disposizione della maggiorazione del voto, nonché in relazione al trasferimento della partecipazione v., in particolare, G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate*, cit., 157 s.; ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 505 ss.; I. POLLASTRO, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 63 ss.

³¹⁰ Così dispone l'art. 127 – *quinquies*, comma 3, t.u.f.

³¹¹ Cfr., sul punto, E. MARCHISIO, *La “maggiorazione del voto”*, cit., 98 ss.; P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali*, cit., 462 ss. Per una più ampia prospettiva delle conseguenze derivanti da operazioni straordinarie, quali fusioni o scissioni, v. L.A. BIANCHI, *Operazioni straordinarie, maggiorazione del voto e azioni a voto plurimo*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, 99 ss.

³¹² Cfr. U. TOMBARI, *“Maggiorazione del dividendo”*, cit., 316.

³¹³ In tal senso v., B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto competitività*, cit., 471, il quale affronta, altresì, la questione sulla ammissibilità della maggiorazione del voto solo per alcune categorie di azioni. Favorevole a tale particolare ipotesi è E. MARCHISIO, *La “maggiorazione del voto”*, cit., 113. In senso contrario, invece, v., P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali*, cit., 453, il quale ritiene ammissibile il voto maggiorato in favore di tutti i titolari delle categorie di azioni munite del voto, nei limiti in cui il medesimo diritto di voto è attribuito.

maggiorato: mentre detto diritto è stato espressamente riconosciuto, dall'art. 127 – *sexies* comma 6, t.u.f., in favore del socio che non ha concorso alla relativa decisione, egual previsione manca nella disciplina codicistica per il caso del voto plurimo. La carenza normativa sul tema ha dato luogo a diverse posizioni della dottrina, sulle quali si ritornerà nella parte di questo lavoro relativa ai profili applicativi³¹⁴.

³¹⁴ V., *infra*, cap. 4, par. 4.

CAPITOLO III

Profili applicativi sull'introduzione e regolamentazione delle azioni a voto plurimo

Sommario: 1. L'inquadramento della fattispecie e natura giuridica - 1.2 I profili caratterizzanti delle azioni a voto plurimo - 2. Le tipologie di azioni a voto plurimo e l'autonomia statutaria - 2.1 Le fattispecie tipiche di azioni a voto plurimo ed i margini di operatività dell'autonomia statutaria - 2.2 Autonomia statutaria, voto plurimo e clausole di tetto massimo e voto scaglionato: il rapporto tra i commi terzo e quarto dell'art. 2351 c.c. - 2.3 Autonomia statutaria e voto plurimo: le possibili fattispecie che esulano dal dettato dell'art. 2351 c.c. - 3. L'emissione di azioni a voto plurimo: modalità - 3.1 L'aumento oneroso e gratuito del capitale sociale – 3.2 La conversione delle azioni già emesse in azioni a voto plurimo - 4. I quorum deliberativi per l'emissione di azioni a voto plurimo – 5. Azioni a voto plurimo e società quotate: profili di disciplina in materia di OPA

1. L'inquadramento della fattispecie e natura giuridica

La novella del 2014³¹⁵, che come già più volte sottolineato, ha modificato il quarto comma dell'art. 2351 c.c., costituisce, senza dubbio, un rilevante intervento normativo sul tema del diritto di voto, in quanto ha segnato il definitivo tramonto del divieto di emissione di azioni a voto plurimo; divieto che, come visto, aveva resistito anche alla grande riforma del diritto societario del 2003, segnando il *favor* del legislatore per l'azionista munito di un voto più che proporzionale.

Il nuovo testo del citato quarto comma, innovando la formulazione originaria della norma, dispone che: “Salvo quanto previsto da leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari

³¹⁵ L'art. 2351, comma 4, c.c. è stato sostituito dall'art. 20, comma 8-*bis*, D.L. 24 giugno 2014, n. 91, convertito, con modificazioni, dalla L. 11 agosto 2014, n. 116.

argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Ciascuna azione a voto plurimo può avere fino ad un massimo di tre voti.”³¹⁶.

In sostanza, quindi, il legislatore ha espressamente consentito l'introduzione di azioni con un diritto di voto in senso lato “maggiorato” alterando, pertanto, in aumento l'originario coefficiente di 1:1, e quindi il noto brocardo “un'azione un voto”³¹⁷.

Preliminarmente, può essere opportuno prestare attenzione alla natura giuridica del voto plurimo, al fine di indagare le modalità e le forme mediante le quali esso può estrinsecarsi nell'ordinamento italiano.

Dal tenore letterale della disposizione, nonché dalla sua collocazione sistematica, pare possibile ritenere che il legislatore abbia regolamentato il voto plurimo nell'ottica della tipizzazione di una nuova categoria di azioni³¹⁸.

Difatti, se si analizza il testo del quarto comma dell'art. 2351 c.c., appare evidente come il legislatore abbia utilizzato una precisa locuzione e cioè “creazione di azioni”; detta scelta non pare essere stata rimessa al caso, essendo già utilizza al secondo comma della norma per riferirsi alle azioni senza voto, a voto limitato e subordinato, per le quali non si dubita che esse costituiscano categorie speciali di azioni³¹⁹. Pertanto, traslando detto rilievo al caso in esame, pare potersi affermare che le azioni a cui venga riconosciuta la possibilità di voto plurimo costituiscano anch'esse una categoria di azioni, con conseguenziale

³¹⁶ In deroga a detta previsione ed ai sensi dell'art. 127- *sexies* t.u.f., gli statuti delle società quotate, invece, non possono prevedere l'emissione di azioni a voto plurimo.

³¹⁷ Per un'approfondita analisi di detta tematica e delle erosioni verificatesi nel corso degli anni si rinvia alle considerazioni effettuate nel primo capitolo.

³¹⁸ In tal senso v., E. BARCELLONA, *Sub 2351 comma 4 c.c.*, cit., 589; F. TASSINARI, *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*, in *Società*, 2015, 1075, che riconosce nelle azioni a voto plurimo la natura di nuova categoria di azioni, conforme all'art. 2348 c.c., in cui il privilegio è dato dalla maggiorazione del diritto di voto; N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto: prime considerazioni*, cit., 12. È appena il caso di osservare che già A. MIGNOLI, *Le assemblee*, cit., 106 ss., si chiedeva se un privilegio nel voto fosse una caratteristica da sola idonea a fondare una categoria di azioni.

³¹⁹ V. punto, *ex multis*, F. GALGANO, *Diritto Commerciale. Le Società*, Bologna, 2013, 219.

applicazione di tutte le relative implicazioni pratiche, su cui si ci soffermerà successivamente.

Posto tale assunto, va valutato se l'inquadramento nell'ambito delle categorie di azioni abbia carattere tassativo, o viceversa lasci spazio ad ulteriori applicazioni del voto plurimo.

In particolare, è opportuno indagare, da una parte, la possibilità che il voto plurimo sia riconosciuto quale diritto privilegiato di un singolo socio nominativamente individuato, e, dall'altra, se esso possa essere regolamentato in favore della generalità delle azioni in circolazione, trattandosi di questioni che esulano dal dettato normativo dell'art. 2351, comma 4, c.c. ed allo stato irrisolte, essendo stati espressi sul tema molteplici pareri, anche di segno diametralmente opposto.

In ordine al primo aspetto, potrebbero mutuarsi le conclusioni a cui è pervenuta parte della dottrina in ordine delle limitazioni del voto, attesa l'affinità con le azioni a voto plurimo ed in particolare il pensiero di chi ha sostenuto che nelle società per azioni è possibile applicare limitazioni di voto solo a categorie di azioni e non anche a singoli soci, perché solo attraverso le prime è consentito adottare una scelta di voto non uniforme tra gli azionisti, giungendo per questa via a propendere per un inquadramento dei limiti al voto quale limitazione di matrice oggettiva³²⁰. Trasponendo, quindi, tale ragionamento anche al campo in esame, dovrebbe giungersi alla conclusione che il voto plurimo possa essere applicato ed introdotto solo quale categoria di azione.

Di converso, successivamente all'entrata in vigore della novella sul voto plurimo, vi è stato chi si è espresso in segno contrario, rilevando come "l'ingegneria statutaria può contemplare anche per quanto attiene alle previsioni

³²⁰ V., G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 83, che conclude nel senso che nelle società per azioni "è vietato diversificare il voto senza istituire una vera e propria categoria, ossia un insieme di azioni dotate del medesimo carattere differenziale"; analogamente anche G. D'ATTORRE, cit., 106.

di ipotesi di voto plurimo, veicoli attributivi legati a diritti individuali convenzionali”³²¹.

Pur riconoscendo l'autorevolezza di quest'ultima posizione, in tal sede pare potersi offrire una diversa lettura.

Difatti, condividendo l'opinione secondo cui solo nell'ambito di una categoria di azioni è consentito riconoscere, in via fisiologica, l'attribuzione di un diritto di voto plurimo³²², pare potersi ritenere che non vi sia spazio per attribuire tale privilegio mediante “veicoli legati a diritti individuali convenzionali”; e ciò anche alla luce di un'ulteriore considerazione: nonostante la regola “un'azione un voto”, per tutto quanto osservato fin qui, debba considerarsi un canone derogabile, riallacciandosi alle considerazioni svolte nel primo capitolo, sulla funzione organizzativa del capitale nel voto, è agevole sostenere che nella fattispecie del voto plurimo tale funzione continui ad essere assolta dall'azione. Lo dimostra la circostanza che, nell'ottica del legislatore, è sempre il parametro rappresentato da “un'azione un voto” che costituisce il presupposto della moltiplicazione del coefficiente di voto³²³.

Viceversa, se il parametro di riferimento nella codificazione del voto plurimo non fosse stato a base capitalistica (azione), ma a base personalistica (per teste), la maggiorazione del voto anche dal punto di vista della modalità di redazione della normativa non avrebbe riguardato le azioni, ma i singoli soci, come d'altro canto è avvenuto per le s.r.l. nel diverso campo dei diritti particolari di cui all'art. 2468 c.c.

Accertato che la classe di azioni dotata del privilegio quantitativo nel voto rappresenta la principale modalità di espressione del voto plurimo, poiché quanto fin qui sostenuto esclude che possa esservi spazio per l'autonomia statutaria nel

³²¹ E. RIMINI, *Quorum assembleari e voto multiplo in assemblea*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, 91.

³²² In tal senso v., *ex multis*, E. BARCELLONA, *Sub 2351 comma 4 c.c.*, cit., 589; F. TASSINARI, *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione*, cit., 1075; N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto: prime considerazioni*, cit., 12.

³²³ Sull'argomentazione dell'azione come criterio di organizzazione del voto v., G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 63.

legare il voto plurimo al singolo soggetto autonomamente dalla creazione di una categoria di azioni va vagliato, tuttavia, se tale riflessione escluda in ogni caso il ricorso ad altre modalità di impiego dello stesso e, in particolare, se vi siano margini per l'ammissibilità del voto plurimo quale previsione a favore della generalità degli azionisti. Si tratta, in buona sostanza, di esaminare la possibilità che una società attribuisca il voto plurimo indistintamente a tutte le azioni, *rectius*, emetta solo azioni a voto plurimo.

Invero, vi è stato chi³²⁴ ha ritenuto possibile che il voto plurimo investa l'intero complesso di azioni di cui si compone il capitale, escludendo di tal fatta la configurabilità di una categoria di azioni speciale con un diritto di voto diverso dalle altre, ma se da un punto di vista meramente teorico questa soluzione non sembra generare dubbi di legittimità, sul piano fattuale bisogna chiedersi se avrebbe senso.

Ad una prima analisi, infatti, tale scelta sembrerebbe assumere carattere neutrale nell'ordinario svolgimento delle attività deliberative assembleari, atteso che alla moltiplicazione del voto conseguirebbe sempre un'omogenea ripartizione del diritto maggiorato tra tutti i soci, non diversamente da quanto accade nell'ipotesi del singolo voto per ogni azione posseduta, al punto tale da far dubitare della utilità/fattibilità di una tale previsione statutaria.

Tuttavia, giova sottolineare come una tale obiezione non pare cogliere nel segno, almeno in una pluralità di ipotesi: si pensi al caso di emissione di azioni a voto plurimo distinte in più categorie dotate l'una del voto doppio e l'altra del voto triplo; o ancora, all'ipotesi in cui il voto plurimo si attegga con maggiorazioni di voto differenti a seconda dell'oggetto della delibera³²⁵.

³²⁴ ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 484, che affronta espressamente la fattispecie del voto plurimo attribuito a tutte le azioni. Cfr., altresì, U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 590.

³²⁵ CONSIGLIO NOTARILE DI FIRENZE, PISTOIA, PRATO, *Categorie di azioni a voto plurimo fidelizzanti*, Massima n. 48, in www.consiglionotarilefirenze.it; ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 485.

Nelle dette fattispecie risulta evidente come vi sia una concreta utilità nell'emissione di azioni a voto maggiorato in favore di tutti gli azionisti, dal momento che vi è una divergenza nel voto.

Resta ancora da esaminare l'ipotesi in cui, invece, tutti i soci dispongano di un voto maggiorato paritario. In detto caso l'obiezione sopraesposta sembrerebbe riprendere vigore, salvo a ritenere ammissibile il voto divergente in capo a ciascun azionista con voto plurimo³²⁶. Se questa facoltà fosse concessa la maggiorazione del voto, seppur aprioristicamente omogenea tra tutti gli azionisti, alla prova dei fatti potrebbe non rivelarsi più tale, in conseguenza della discrezionalità del singolo socio di esprimere più voti anche contrari tra loro.

Anche laddove il voto divergente non fosse ritenuto ammissibile, tuttavia, non si deve giungere a ritenere comunque illecita l'attribuzione del voto maggiorato a tutti gli azionisti, dal momento che la sua utilità potrebbe essere recuperata durante la vita della società attraverso la conversione di dette azioni speciali in azioni ordinarie o perché previsto in sede di emissione, o per volontà assembleare, come meglio precisato in prosieguo.

Anche a ragionare in tali termini, resterebbe sempre da valutare, in quanto strettamente connessa a questa configurazione del voto plurimo, la questione, di spiccato interesse pratico, in ordine all'applicabilità del limite della metà del capitale sociale di cui all'art. 2351, comma 2, c.c. anche all'emissione di azioni a voto plurimo.

La menzionata norma, infatti, individua un limite inderogabile di legge all'emissione di azioni prive del voto, con voto limitato o subordinato, di tal che non sarebbe consentito alla s.p.a. emettere azioni di tal genere per un valore complessivamente superiore alla metà del capitale sociale.

³²⁶ Cfr., M. CIAN, *Capitale, proprietà, controlli*, cit., 1262, il quale si limita a sollevare la questione; in senso negativo si esprime I. POLLASTRO, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 53 s. Più in generale, sull'ammissibilità del voto divergente nelle società per azioni v., P.G. JAEGER, *Il voto "divergente" nella società per azioni*, Milano, 1976 e ID., *Il voto divergente*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G. Colombo – G.B. Portale, 1994, 406.

Questa soglia limite, viceversa, non è espressamente richiamata dal legislatore per l'emissione di azioni fornite di un voto plurimo: da qui l'interesse sorto in dottrina in merito alla possibilità di superare detta soglia, ovvero di ammettere che nella formazione del capitale sociale concorrano contestualmente sia categorie di azioni a voto plurimo che depotenziato³²⁷.

A ben vedere, la *ratio* che ha indotto il legislatore ad individuare una soglia limite all'emissione di azioni a voto escluso o limitato, fondata sull'esigenza di bilanciare il controllo in società, e, quindi, la relazione già più volte considerata tra rischio e potere, risultano ampiamente assolte, nel caso delle azioni a voto plurimo, dalla previsione del tetto massimo in misura di tre voti per ogni azione. La previsione di un coefficiente massimo di voto, di conseguenza, finisce con l'adempiere lo stesso compito che ha il limite della metà del capitale sociale nelle azioni a voto depotenziato³²⁸.

Pertanto, alla luce delle considerazioni sopra esposte, non paiono esservi ostacoli all'ammissibilità dell'emissione in favore di tutti gli azionisti di azioni a voto plurimo.

1.2 I profili caratterizzanti delle azioni a voto plurimo

³²⁷ Nel senso che l'assenza di una previsione espressa di detto limite anche per le azioni a voto plurimo legittimi l'emissione in misura superiore alla metà del capitale sociale v., N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, approfondimento del 29 settembre 2014, in *www.giustiziacivile.com*, 10, 14, il quale, in particolare, evidenzia come nell'ipotesi di concorso delle azioni a voto depotenziato con quelle a voto plurimo, queste ultime finiscano col raggiungere "una potenza di voto (in ipotesi anche voto) superiore rispetto al triplo previsto dalla legge"; P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato, Studi dedicati a Mario Libertini*, Milano, 2015, I, 8; E. BARCELLONA, *sub 2351 comma 4 c.c.*, cit., 588, favorevole al concorso delle azioni a voto plurimo con quelle a voto limitato/escluso, escludendo che nell'art. 2351 c.c. possa sussistere un presunto divieto di cumulabilità; U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, cit., e ID., *Le azioni a voto plurimo*, in *Governo societario*, cit., 21.

³²⁸ In questo senso v., G. FERRARINI, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 248. In argomento v. E. BARCELLONA, *sub 2351 comma 4 c.c.*, cit., 588, il quale pone in relazione il CEM "azioni multiple voting" con il CEM "azioni non-voting" ritenendo che la funzione di identificazione del limite di dissociazione fra "potere e rischio", mentre in queste ultime è data dal limite della metà del capitale sociale, nelle prime, dall'individuazione del tetto massimo di tre voti per azione.

Analizzata la natura giuridica della nuova categoria di azioni introdotta con la novella in esame, ne vanno ora vagliati alcuni profili caratterizzanti.

In merito, si può osservare che il profilo peculiare di questa tipologia di azioni è rappresentato proprio dal significativo innalzamento del coefficiente di voto esprimibile da una sola azione.

L'aspetto che viene immediatamente in risalto è che il passaggio dall'originario principio - secondo cui un'azione attribuisce un solo ed unico voto ai sensi del primo comma dell'art. 2351 c.c. - e, quindi, dal coefficiente 1:1, alla facoltà di moltiplicare il diritto di voto, ovvero al coefficiente 1:3, genera l'impressione di poter elaborare - sulla scorta di questa variabilità del voto rimessa all'autonomia statutaria e quale suo logico corollario - una nuova classificazione delle tipologie di azioni emettibili, basata proprio sul *quantum* del voto esprimibile in assemblea, che potrà oscillare da un minimo di 1 ad un massimo di 3 voti.

Non sfugge, quindi, come il *range* del coefficiente di voto sia, nell'attuale panorama delle società per azioni, molto più ampio rispetto al passato: lo stesso, infatti, può variare da un parametro minimo - lo zero - riscontrabile nelle azioni prive del diritto di voto, a valori via via crescenti, passando attraverso il riconoscimento prima di un voto, che connota tutte le azioni ordinarie, e successivamente, in seguito alla suddetta riforma, giungendo ai due parametri massimi rappresentati dal voto doppio o triplo, di cui possono essere connotati le azioni a voto plurimo.

Il limite di tre voti, individuato dall'art. 2351 comma 4 c.c., ha carattere imperativo³²⁹, il che comporta che l'autonomia statutaria è priva della facoltà di scegliere qualsivoglia coefficiente di moltiplicazione: pertanto, trattandosi di un limite "massimo", come testualmente definito dalla disposizione in parola, nulla vieta che nello statuto sia attribuito alle azioni a voto plurimo un voto solamente doppio.

³²⁹ In questo senso v., E. BARCELLONA, *sub. 2351 comma 4 c.c.*, cit., 569.

Parrebbe, quindi, utile interrogarsi in merito alla possibilità di fissare il *quantum* della maggiorazione in numeri decimali: la quale, però, desta notevole perplessità, se non altro stante il silenzio normativo sull'ammissibilità che l'addizione dei voti sia frazionata, ovvero debba essere espressa solo per unità.

Al riguardo, potrebbe obiettarsi che, non avendo il legislatore contemplato espressamente una tale facoltà, non vi sarebbe uno spazio per ritenerla legittima.

Tuttavia, pare potersi giungere ad una diversa conclusione: difatti, l'ammissibilità della fattispecie deriverebbe in primo luogo dal rilievo secondo cui tale scelta non lede il principio di indivisibilità dell'azione, che mira solo ad impedire il frazionamento di diritti unitari; in secondo luogo, dalla considerazione che tale soluzione non sarebbe contrastante con l'espressione "plurimo", di cui all'art. 2351 comma 4 c.c.³³⁰

Infine, si deve considerare come dalla mancata previsione normativa non deve necessariamente discendere un divieto implicito, anzi, l'autonomia privata, proprio in mancanza di un divieto palese, può spingersi laddove il legislatore è stato silente, purché non si vadano a ledere altri principi cardine dell'ordinamento: circostanza che non sembra sussistere nel caso di specie³³¹.

2. Le tipologie di azioni a voto plurimo e l'autonomia statutaria

I caratteri fondamentali del voto plurimo, fin ad ora tratteggiati, consentono di valutare come possa atteggiarsi l'autonomia statutaria sul punto, tematica,

³³⁰ In questi termini si è espresso M. CIAN, *Capitale, proprietà, controlli*, cit., 1262. *Ex multis* ed in favore dell'ammissibilità del voto espresso in decimali v., N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto: prime considerazioni*, cit., 13; ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 486. *Contra* v., F. TASSINARI, *Le azioni a voto plurimo nelle società non quotate*, cit., 12, richiamando a sostegno del proprio orientamento da un lato l'esperienza comparatistica, dall'altro la circostanza che il voto nella concezione del legislatore è infrazionabile al di sotto dell'unità; A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Le azioni*, cit., 1053 nt. 16.

³³¹ ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 486.

questa, di estremo rilievo, sia teorico, sia soprattutto pratico, in quanto dalle soluzioni accolte scaturiscono notevoli profili applicativi.

Pare evidente, infatti, che a seconda se si interpreta in maniera ampia o ristretta la facoltà di incidere in via convenzionale sul dettato normativo, si possono o meno ritenere ammissibili determinate ipotesi, che finiscono per impattare sulle concrete modalità di esercizio di voto.

Per raggiungere correttamente detto obiettivo, pare necessario analizzare la tematica secondo tre linee direttrici: difatti, in primo luogo va vagliato lo spazio concesso all'autonomia statutaria nel disciplinare le fattispecie contemplate del comma 4 dell'art. 2351 c.c.; in secondo luogo, va valutata la possibilità di combinare i commi 3 e 4 dell'art. 2351 c.c. ed, in particolare, le clausole di tetto massimo e di voto a scalare con il voto plurimo; infine, l'ambito entro il quale può efficacemente muoversi l'autonomia, al di fuori dalle ipotesi normativamente delineate dall'articolo citato.

2.1 Le fattispecie tipiche di azioni a voto plurimo ed i margini di operatività dell'autonomia statutaria

Riallacciandosi alle considerazioni sul voto non proporzionale esposte nelle precedenti pagine di questo lavoro, si può osservare, sinteticamente, che le categorie di azione tipizzate³³² dal legislatore e dotate di diritti particolari in riferimento al voto rappresentano un ampio ventaglio di fattispecie, il cui dato comune caratterizzante è quello di incidere sul paradigma un'azione un voto.

Non è un caso che le categorie di azioni disciplinate dall'art. 2351 c.c., ovverossia, le azioni prive del diritto di voto, quelle con voto limitato a particolari argomenti, con voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non

³³² È appena il caso di osservare che nell'ambito delle categorie di azioni, la tipizzazione realizzata dal legislatore spesso si arresta solo all'individuazione della categoria, lasciando ampio spazio all'autonomia privata di regolamentarne il contenuto, salvo il rispetto delle disposizioni di legge inderogabili.

meramente potestative ed, infine, quelle con voto doppio o triplo, siano tutte ascrivibili al novero delle forme di voto non proporzionale, quali deviazioni dal principio “un’azione un voto”, talune in senso meno che proporzionale, quindi espressione della sottoproporzionalità del voto, altre, invece, quali espressione di un voto più che proporzionale³³³.

Se è vero che tutte queste fattispecie costituiscono manifestazioni della non proporzionalità del voto, non è altrettanto vero, tuttavia, che si atteggiavano tutte allo stesso modo, presentando invece meccanismi e caratteristiche di funzionamento diversi tra loro.

Si presti attenzione, ad esempio, al rapporto intercorrente tra le categorie di azioni a voto limitato o subordinato di cui al secondo comma dell’art. 2351 c.c. e le azioni a voto plurimo, di cui al quarto comma della citata disposizione.

Nelle prime il *quantum* del diritto di voto a cui attenersi - stando ad una lettura sistematica della norma - è sempre un’azione un voto, sicché gli eventi che determinano la limitazione o subordinazione del voto sono atti ad incidere solo sulla spettanza dello stesso, non anche sul numero di voti esprimibile, diversamente da quanto accade nel caso delle azioni a voto plurimo, sia attraverso la previsione di un voto doppio che triplo.

Difatti, anche in riferimento a queste ultime il quarto comma dell’art. 2351 c.c. acconsente espressamente alla possibilità che la maggiorazione del voto spetti solo in relazione a taluni argomenti o sia subordinata al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative.

Il legislatore, in sostanza, non avrebbe fatto altro che ripresentare lo stesso ventaglio di opzioni del secondo comma dell’art. 2351 c.c., originariamente ancorato al parametro di un solo voto per ogni azione, anche al voto plurimo, combinando tra loro due categorie tipiche di azioni: quelle a voto plurimo e quelle a voto limitato o subordinato.

³³³ In tal senso v., M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto*, cit., 927.

I due commi presentano, apparentemente, un'evidente simmetria, in cui l'unico elemento differenziale è rappresentato dal coefficiente di voto preso in considerazione.

Proprio quest'unico elemento differenziale induce ad un'importante riflessione: le clausole della limitazione del voto o della subordinazione, per quanto richiamate anche per le azioni a voto plurimo - pressappoco con le stesse accezioni salvo quell'espressione "limitato" che non viene ripetuta anche nel quarto comma - si atteggiavano in modo diverso a seconda che presuppongano come coefficiente di partenza un voto per azione (1:1) o tre voti per azione (1:3).

In un'ottica di semplificazione, sia consentito condurre il ragionamento solo in relazione alla fattispecie del voto condizionato, ma non si dubita che le considerazioni conclusive possano valere anche in relazione alle altre ipotesi di limitazione del voto.

Nel caso del coefficiente un voto per azione, l'operatività della clausola oscilla tra zero e uno: difatti, fino a quando l'evento dedotto in condizione non si verifica, l'azionista è privato del diritto di voto. La stessa condizione, invece, presenta nel quarto comma della disposizione - dove il coefficiente può essere sia due voti che tre voti per azione - un meccanismo di funzionamento completamente diverso: l'azionista a voto plurimo condizionato ha un vantaggio evidente rispetto all'azionista a voto singolo condizionato, in quanto la medesima condizione inciderà, nel primo caso, solo sulla maggiorazione, con la conseguenza che il socio non sarà mai privo di esprimere almeno un voto per singola azione speciale; viceversa, nel secondo caso, il verificarsi della condizione medesima sarà evento determinante, atto ad incidere sulla stessa spettanza del diritto di voto.

Quanto fin qui affermato consente di giungere ad un'importante conclusione: la categoria di azioni a voto plurimo condizionato non può annoverarsi tra gli strumenti idonei a perseguire la non proporzionalità del voto, almeno fino a quando non si sia verificato l'evento dedotto in condizione, conseguendosi difatti questo effetto solo all'operare della condizione.

Lo stesso non può dirsi rispetto alle azioni a voto singolo condizionato, le quali si atteggiavano in senso contrario, essendo forme di espressione della non proporzionalità del voto durante la pendenza della condizione, e finiscono col diventare espressione di voto proporzionale al verificarsi della condizione medesima.

Vi è, poi, da considerare un altro aspetto, che attiene al ruolo dell'evento dedotto come condizione nel voto plurimo, sul quale la dottrina si è pronunciata. La fattispecie legale, proprio come nel secondo comma, fa riferimento al voto "subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative": parrebbe, quindi, nell'ottica del legislatore, che l'unica condizione presa in considerazione dallo stesso sia quella di tipo sospensiva³³⁴.

Tuttavia, dal momento che le azioni a voto plurimo costituiscono pur sempre una categoria di azioni soggetta al disposto dell'art. 2348 c.c. e, quindi, all'ampia autonomia statutaria concessa dal legislatore, sia in relazione alla creazione di categorie atipiche, che alla libera determinazione del contenuto³³⁵, non pare siano rinvenibili ostacoli alla possibilità che il voto plurimo sia anche o solo risolutivamente condizionato ad eventi non meramente potestativi, di tipo oggettivo o soggettivo, concordando sul punto con la dottrina maggioritaria³³⁶.

Nel caso della condizione risolutiva, l'azione è fin dal momento della sua emissione connotata dal voto plurimo, ma è soggetta alla perdita dello stesso, una volta verificatosi l'evento dedotto in condizione.

Più in generale, ed in riferimento alla condizione, un aspetto che merita particolare riguardo attiene alla possibilità di far rientrare nell'ambito delle condizioni non meramente potestative - le uniche ammesse dalla legge - quelle

³³⁴ In questi termini v., N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto: prime considerazioni*, cit., 12.

³³⁵ Sugli studi in ordine alle categorie di azioni successivi alla riforma v., *ex multis*, F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004; C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni*, cit.; A.M. LEOZAPPA, *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Milano, 2008; A. BLANDINI, *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, 2009.

³³⁶ N. ABRIANI, *op. ult. cit.*, 12; P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 9; M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto*, cit., 935. Per una più esaustiva trattazione in riferimento alle tipologie di condizioni ammissibili v., ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 487 ss.

inerenti a caratteristiche oggettive del socio, quali ad esempio la continuità del possesso azionario per un determinato periodo di tempo. Nel caso in cui si ritenesse legittimo ancorare il potenziamento del voto a detto evento condizionante, non si farebbe altro che riprodurre nelle società non quotate un meccanismo di spettanza del voto plurimo molto simile al funzionamento del voto maggiorato nelle società quotate, come regolato dall'art. 127 – *quinquies* t.u.f³³⁷.

In favore dell'ammissibilità di detta condizione militano sia il generale principio dell'autonomia statutaria che, come innanzi detto, permea la creazione di categorie di azioni, sia l'assenza di vincoli normativi espliciti in senso contrario³³⁸.

In argomento, è stato evidenziato che a detta soluzione potrebbe sollevarsi l'obiezione secondo cui, dipendendo il possesso azionario esclusivamente dalla volontà dei soci, la condizione medesima, a causa dell'evento scelto, potrebbe qualificarsi come meramente potestativa ed impattare, per tale ragione, nel divieto di cui all'art. 2351, comma 2, c.c.³³⁹

Invero, già prima della riforma del sul voto plurimo, altra parte della dottrina, che in tal sede si intende condividere, in relazione al voto limitato dell'art. 2351, comma 2, c.c., aveva evidenziato che proprio in questa particolare ipotesi la condizione, pur essendo potestativa, non può in specifico qualificarsi come meramente potestativa, dal momento che “non si risolve in una pura manifestazione di volontà, ma si ricollega a un elemento di carattere oggettivo (il possesso azionario)”³⁴⁰.

³³⁷ Sul punto si rinvia alla più ampia trattazione del tema nel successivo capitolo.

³³⁸ In senso favorevole all'ammissibilità di detta condizione v., N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli*, cit., 8 ss. e P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 10. Nello stesso senso sia pure incidentalmente, ed in riferimento alla possibilità del voto maggiorato nelle società chiuse, v. le opinioni di C. ANGELICI e M. LIBERTINI in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo*, cit., 247. Anche la prassi notarile si è pronunciata in senso favorevole, annoverando tale tipo di clausola tra le categorie di azioni a voto plurimo fidelizzanti, v. CONSIGLIO NOTARILE DI FIRENZE, PISTOIA, PRATO, Massima n. 48, cit.

³³⁹ Così E. BARCELLONA, *sub 2351 comma 4 c.c.*, cit., 588.

³⁴⁰ G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 73.

D'altro canto, gli studi civilistici proposti sul tema delle diversità tra condizione potestativa e meramente potestativa hanno evidenziato come la differenza che intercorre tra le due figure si rinviene nella sussistenza o meno di un interesse posto alla base della scelta e quindi della condizione.

Nel caso in esame, pare evidente come la scelta in merito alla quantità di azioni da possedere determini un ventaglio di implicazioni pratiche che operano sia sul piano dei diritti amministrativi, sia su quello dei diritti patrimoniali: di tal che, pare evidente come l'agire del singolo azionista sul punto sia sempre direttamente o indirettamente orientato da interessi più ampi, con la conseguenza che si è fuori dal campo della condizione meramente potestativa.

Per quanto concerne l'altra opportunità riconosciuta dalla legge all'autonomia statutaria, quella di ancorare il voto plurimo a particolari argomenti, non si dubita che la limitazione possa afferire sia alla facoltà di scegliere a monte il voto plurimo solo per le deliberazioni assembleari in composizione ordinaria o straordinaria, sia all'individuazione di singole materie dell'una o dell'altra, con il risultato di limitare la maggioranza solo alle delibere dell'assemblea riguardanti quello specifico oggetto³⁴¹.

L'utilità di questo strumento può rinvenirsi, ad esempio, nel caso in cui l'assemblea decida di emettere due categorie di azioni a voto plurimo, in cui la differenziazione tra esse consiste nella scelta delle materie sulle quali il voto plurimo è esercitabile, in guisa da poter attribuire, per esempio, ad alcuni azionisti il diritto di *voce* maggiorato, in riferimento all'adozione di delibere attinenti alla gestione, come la nomina e revoca dei componenti dell'organo amministrativo, e ad altri lo stesso diritto maggiorato, ma relativamente ad altre deliberazioni, quali ad esempio le modifiche del contratto sociale³⁴².

³⁴¹ Per il riferimento alla tipologia di assemblea, ordinaria o straordinaria, v. ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 486. In argomento sia consentito rinviare alle considerazioni della dottrina sull'analoga fattispecie dell'art. 2351, comma 2, c.c. in particolare v., A. ANGELILLIS – M.L. VITALI, *sub art. 2351*, cit., 420 ss.

³⁴² La fattispecie è affrontata e risolta in chiave positiva da M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio*, cit., 275; E. BARCELLONA, *sub. 2351 comma 4 c.c.*, cit., 587 s.; P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 9, il quale, in particolare, dissente con l'opinione

2.2 Autonomia statutaria, voto plurimo e clausole di tetto massimo e voto scaglionato: il rapporto tra i commi terzo e quarto dell'art. 2351 c.c.

Mentre il riferimento alla limitazione o subordinazione del voto plurimo è, come visto, testualmente previsto dal legislatore, potrebbe essere interessante prestare attenzione alla facoltà, del tutto rimessa all'autonomia statutaria in tale circostanza, che possano essere applicati al voto plurimo anche altre modalità di esercizio del voto previste dall'art. 2351 c.c.

Ci si riferisce, in particolare, alle clausole di tetto massimo (o anche voto contingentato) e di voto a scalare, a cui questa indagine è legata doppiamente, non soltanto per l'incidenza che esse possono avere sull'esercizio del diritto di voto plurimo, ma anche e soprattutto perché sono anch'esse fattispecie attraverso le quali può esprimersi, nelle società per azioni, la non proporzionalità del diritto di voto³⁴³.

Le fattispecie in questione sono disciplinate dal terzo comma dell'art. 2351 c.c., quali limitazioni del voto rivolte indistintamente alla generalità dei soci – ma la prassi notabile non dubita che esse possano riguardare anche solo una o più categorie di azioni³⁴⁴ - e che hanno quale unico parametro, per la loro operatività, l'individuazione di una o più soglie determinate di possesso azionario, dalle quali non possono prescindere.

A parere di chi scrive può essere opportuno affrontare separatamente il percorso argomentativo sulla legittimità dell'estensione di tali due strumenti anche

di chi ha sostenuto che in tal modo si attribuisce alle azioni a voto plurimo il diritto di nominare un numero predefinito di amministratori o sindaci. Anche la prassi notarile è orientata in tal senso, v. CONSIGLIO NOTARILE DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, in *Orientamenti in tema di azioni a voto plurimo*, massima n. 47, in www.consiglionotarilefirenze.it.

³⁴³ Si osservi, in particolare, il punto di vista di M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio*, cit., 275, il quale ritiene ammissibile la combinazione tra azione a voto plurimo e tetto massimo o scaglionato.

³⁴⁴ CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 136, cit.

alle azioni che beneficino della maggioranza del voto, soprattutto alla luce di talune considerazioni conclusive a questa indagine che, come si evidenzierà in prosieguo, paiono coinvolgere, e per certi aspetti smentire, anche alcune argomentazioni dottrinarie a sostegno della qualificazione delle azioni a voto plurimo come nuova categoria di azioni.

Applicare il tetto massimo di voto alle azioni a voto plurimo significa, esemplificando, individuare una soglia massima di possesso di tale tipologia di azioni in capo ad un singolo azionista, oltre la quale quest'ultimo perde la maggioranza del voto connaturata alla categoria, conservando semplicemente per ogni azione posseduta un voto.

È appena il caso di osservare che, probabilmente, calare questa particolare clausola nell'ambito della maggioranza del voto significa piegare il dato normativo verso applicazioni che non appartengono alla fisiologica struttura dell'istituto, ed il cui adeguamento alle caratteristiche proprie delle azioni a voto plurimo pare necessario, alla luce di quanto rilevato in prosieguo.

In tale circostanza, infatti, partendo dall'assunto per cui, secondo la dottrina prevalente, le azioni a voto plurimo costituiscono una nuova categoria di azioni, ed accedendo alla citata prassi notarile che consente l'applicazione di dette clausole di voto non solo alla generalità dei soci, ma anche in riferimento a singole categorie di azioni, è verosimile ritenere che la massima espressione - se non l'unica possibile - di funzionamento del tetto massimo in ipotesi di maggioranza del voto si realizzi proprio allorché detta clausola sia apposta alle azioni a voto plurimo e, quindi, alla singola categoria di azioni da esse rappresentate.

Sulla scorta di questo ragionamento, inoltre, potrebbe forse sostenersi che il riferimento alla soglia di possesso azionario coinvolga ancora una volta la questione - già affrontata in riferimento alla condizione - di quale sia la vicenda di carattere soggettivo che andrebbe a connotare la categoria delle azioni a voto plurimo. Tuttavia, in questa circostanza è ancora più certo che il riferimento al parametro del possesso azionario non sarebbe errato, in quanto esso costituisce, nell'ottica dell'art. 2351, comma 3, c.c., pur sempre un elemento tipico ed

ontologicamente connesso alla previsione di un tetto massimo o di uno scaglionamento di voto.

In conclusione, l'interazione della clausola di tetto massimo con il diritto di voto plurimo presuppone sempre il coinvolgimento di una categoria di azioni con diritto di voto maggiorato, salvo ad immaginare l'ipotesi estrema, in cui tutte le azioni in circolazione sono connotate dal diritto di voto plurimo, circostanza in cui la clausola del tetto massimo si atteggerà, in conformità alla previsione legale, per la generalità dei soci.

Diversamente dal tetto massimo, attraverso lo scaglionamento è possibile regolare il diritto di voto sulla base di molteplici soglie di possesso azionario, cosicché al variare dello scaglione, per incremento della percentuale di azioni possedute dal singolo azionista, la sua capacità di voto nel complesso decresce secondo la regola stabilita per ciascuno scaglione: si potrebbe, ad esempio, disporre che fino al possesso in capo al singolo azionista di 20 azioni, il voto è proporzionale e, quindi, ogni azione dà diritto ad un voto, mentre da 20 a 30 azioni spetta un voto ogni due azioni, da 30 a 40 spetta un voto ogni tre azioni, e così via.

È appena il caso di osservare che, probabilmente, calare questa particolare clausola nell'ambito della maggiorazione del voto non necessariamente comporta piegare lo strumento ad un'applicazione diversa da quella codificata dal legislatore.

Si ritiene possibile, infatti, che lo scaglionamento del voto possa validamente applicarsi sia alla singola categoria di azioni a voto plurimo, che indistintamente alla generalità degli azionisti.

Nel primo caso, la clausola non farebbe altro che regolamentare l'esercizio del voto plurimo: esemplificando, potrebbe statutariamente prevedersi una categoria di azioni a voto plurimo scaglionato in cui, sul presupposto che vi siano in circolazione 40 azioni del tipo in questione, per l'azionista che ne possiede fino a 20 la maggiorazione del voto è doppia, mentre per l'azionista che ne possiede un numero compreso tra 21 e 40 la maggiorazione del voto raggiunge il massimo possibile, quindi è tripla.

Nel secondo caso, ovvero in riferimento alla previsione dello scaglionamento del voto come clausola atta ad operare per la generalità dei soci, acquisisce particolare rilievo, per l'ammissibilità della fattispecie che di seguito si propone, l'abrogazione del divieto di emissione di azioni a voto plurimo.

Difatti, durante la vigenza di tale divieto lo scaglionamento del voto era certamente ammesso; tuttavia, parte della dottrina affermava che di scaglione in scaglione il voto poteva solo diminuire rispetto alla proporzionalità sancita nella regola "un'azione un voto", non essendo, viceversa, consentite varianti in aumento³⁴⁵.

Ad oggi, con la modifica dell'art. 2351, comma 4, c.c. e l'introduzione delle azioni a voto plurimo, pare opportuno interrogarsi sull'ammissibilità di scaglioni di voto non più solo decrescenti, ma anche crescenti.

A parere di chi scrive, non sembra che possano sussistere ostacoli alla ammissibilità di uno scaglionamento di voto di tipo crescente ed in questo senso milita proprio il venir meno del limite di legge alla moltiplicazione del voto: nulla, dunque, vieterebbe di prevedere che il voto possa passare da un minimo di uno ad un massimo di tre di scaglione in scaglione.

Non pare, quindi, che possa costituire valida obiezione a quanto sostenuto la circostanza che il dato normativo dell'art. 2351, comma 4, c.c., nel disciplinare il voto plurimo, non faccia alcun riferimento all'applicabilità ad esso anche delle clausole di voto suddette. Infatti, sulla scorta dei principi generali in tema di autonomia privata, la mancanza di una previsione normativa *ad hoc* non vieta necessariamente la possibilità di applicare una fattispecie al di fuori dal perimetro

³⁴⁵ La questione degli scaglionamenti crescenti antecedentemente alla riforma del 2014 non ha riscontrato posizioni unanimi in dottrina; cfr., a riguardo, B. MASSELLA DUCCI TERI, *Appunti in tema di divieto*, cit., 762 e M. BIONE, *Il voto multiplo*, cit., 679, i quali fondano l'ammissibilità di scaglionamenti crescenti di voto sulla circostanza che gli stessi, non dando luogo ad una categoria di azioni, non rientrano nell'ambito di applicazione del divieto medesimo e pertanto sono compatibili con l'ordinamento; *contra*, G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 120, che ha negato validità alla clausola di scaglionamento crescente. Sull'opportunità di rivalutare la questione relativa all'ammissibilità di dette clausole, successivamente all'abrogazione del divieto di voto plurimo, sia pure incidentalmente, v. A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Le azioni*, cit., 1052 nt.10.

tracciato dalla norma, dovendosi piuttosto riscontrare dei limiti inderogabili che impediscono una sua diversa applicazione: limiti che non si riscontrano nel campo in esame, in quanto si verte in una materia di diritti pienamente disponibili e che non impattano sulle ragioni dei creditori sociali.

Questa particolare applicazione del voto scaglionato induce ad una riflessione: se, come pare dimostrato, è possibile prevedere statutariamente un voto scaglionato crescente, riferito indistintamente alla generalità dei soci, probabilmente non può ritenersi sempre corretta l'argomentazione secondo cui il voto plurimo costituisce inevitabilmente una nuova categoria di azioni, in quanto non è da sottovalutare l'aspetto secondo cui l'utilità del voto plurimo può manifestarsi anche al di fuori del perimetro della categoria speciale di azioni.

Difatti, non è escluso - e la fattispecie richiamata ne è testimonianza - che il voto plurimo può conseguire ad una qualità dell'azionista, il possesso azionario, senza che tale privilegio debba necessariamente essere oggettivato, individuando una singola categoria di azioni, ed al contempo senza incorrere nella creazione di un diritto particolare in favore di un socio nominativamente individuato: infatti, una clausola di tal fatta, indirizzata alla generalità dei soci, è suscettibile in astratto di trovare applicazione per ciascun azionista che si trovi nella situazione prospettata dalla clausola statutaria, situazione questa non valutabile aprioristicamente.

Le caratteristiche tipologiche delle azioni non varierebbero attraverso la previsione di più scaglioni di voto crescente: quindi, ipotizzando che una società abbia emesso solo azioni ordinarie, una clausola statutaria di questo tipo non andrebbe certamente a convertire le azioni da ordinarie conducendole al rango di azioni speciali a voto plurimo.

Difatti, le azioni in questione restano ordinarie: tuttavia, il raggiungimento della soglia di possesso azionario che rende operativa la maggioranza del voto consentirà all'azionista di esprimere in assemblea un voto più che proporzionale, pur restando azionista ordinario. Il venir meno di tale condizione soggettiva, ovvero di una determinata percentuale di possesso azionario, non farà altro che

disattivare la maggiorazione, pertanto la clausola statutaria resterebbe quiescente, fino al ripresentarsi della condizione di possesso in essa rappresentata.

2.3 Autonomia statutaria e voto plurimo: le possibili fattispecie che esulano dal dettato dell'art. 2351 c.c.

Se fino ad ora si è avuto modo di esaminare gli spazi concessi all'autonomia statutaria nella predisposizione della categoria di azioni a voto plurimo, avendo prevalentemente riguardo alle fattispecie contemplate dall'art. 2351 c.c., e, quindi, in relazione al diritto di voto, ci si è soffermati sia su quelle espressamente richiamate dal legislatore per il voto plurimo, che, come visto pure concedono l'ingerenza dell'autonomia privata, sia su quelle in merito alle quali lo stesso è stato silente.

Questa analisi, se da un lato ha consentito di evidenziare l'esistenza di una vasta gamma di azioni a voto plurimo atipiche, in quanto arricchite di elementi atti ad incidere sul diritto di voto, seppur non espressamente previsti dal legislatore per il tipo in questione, dall'altro questo non esaurisce l'ambito di operatività dell'autonomia privata. Difatti, le innumerevoli combinazioni di elementi giuridici, sia in relazione al diritto di voto, che in riferimento ad altri diritti sociali o ambiti del diritto anche privatistico, potrebbero dare luogo ad una molteplicità - difficilmente quantizzabile - di tipologie di azioni a voto plurimo, tutte ben lontane dal dato normativo.

Nella consapevolezza della varietà di fattispecie realizzabili sulla scorta del principio di atipicità delle azioni, e senza alcuna pretesa di esaustività, in tal sede pare opportuno evidenziare quelle ipotesi che, esaminate dalla dottrina o messe a punto dalla prassi notarile, si presentano maggiormente conformi al taglio dato a questo studio.

In tale ottica, è di grande pregio l'approccio di chi ha vagliato la possibilità di combinare al voto plurimo una pluralità di diritti amministrativi o patrimoniali

aggiuntivi o modificativi di quelli delle azioni ordinarie: vi è stato, infatti, chi ha sostenuto che detti diritti possono “combinarsi tra loro in vario modo per dar vita ad una gamma quanto mai ampia di modelli di azioni speciali”³⁴⁶.

Tale combinazione, poi, può determinare per le azioni a voto plurimo sia un privilegio, che dette azioni possono avere rispetto a quelle ordinarie in relazione ad altri diritti sociali, sia una “diversità “peggiorativa”” rispetto alle altre in circolazione, quale, esemplificando, il godimento di utili in misura minore o la sopportazione delle perdite in misura più che proporzionale³⁴⁷.

Particolarmente interessante, inoltre, potrebbe essere indagare la possibilità per l'autonomia statutaria di spingersi, nell'ambito della categoria del voto plurimo, fino alla regolamentazione delle cause di cessazione del voto plurimo.

Più specificatamente, si sottopone al vaglio l'opportunità di disciplinare convenzionalmente non solo l'esercizio del voto plurimo, o aspetti ad esso afferenti, ma anche la o le circostanze che, nel caso specifico, sono idonee a determinare la perdita della maggioranza medesima. Questo profilo, in particolare, non è stato sufficientemente approfondito dal legislatore, il quale, concentrando maggiormente l'attenzione sull'introduzione di tali azioni, non ha aggiunto nulla, invece, in merito all'estinzione del privilegio a loro riconosciuto.

Nell'ambito delle clausole statutarie che possono rivestire tale funzione programmatica, vi rientrano certamente il termine finale e la clausola di decadenza.

È stata affrontata in dottrina, e risolta in senso positivo, la facoltà di apporre un termine finale alla categoria di azioni a voto plurimo, individuando nello statuto una data certa e futura. Il termine iniziale, ugualmente ritenuto ammissibile, indicherebbe il momento a partire dal quale sorge in favore del titolare di azioni a voto plurimo il diritto medesimo, con la facoltà quindi di esercizio del voto per le delibere successive a quella data; con la previsione di un termine finale, invece, è

³⁴⁶ M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio*, cit., 278.

³⁴⁷ ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 490.

ben possibile determinare, attraverso il riferimento ad una data certa, la scadenza del voto plurimo a cui consegue il ritorno dell'azione al rango ordinario³⁴⁸.

In questa ipotesi, qualora si ricostruisse la categoria di azioni in senso unitario, ci si potrebbe porre il dubbio relativo all'ammissibilità di più termini di scadenza, in quanto ciò potrebbe porsi in contrasto con il principio di uguaglianza di cui all'art. 2348, comma 3, c.c. Tuttavia, parrebbe lecito obiettare che, nell'ipotesi in cui vengono emesse azioni a voto plurimo con termine finale che spiri in diversi momenti, in realtà non si è in presenza di una sola categoria di azioni, bensì di più categorie quante sono i termini previsti.

La perdita del voto maggiorato, inoltre, può conseguire anche dall'apposizione di una clausola di decadenza (cd. *sunset clause*), che si sostanzia in una conversione automatica dell'azione a voto plurimo in azione ordinaria al ricorrere di determinati eventi: perdendosi il diritto alla moltiplicazione del voto, l'azionista di categoria risulta equiparato in tutto e per tutto all'azionista ordinario, salvo che l'autonomia statutaria non abbia conferito oltre al voto plurimo altri privilegi.

Può essere interessante rilevare come potrebbe anche prevedersi convenzionalmente che la clausola di decadenza operi all'interno del voto plurimo, generando la riduzione di esso, e quindi portando, ad esempio, il diritto da triplo a doppio, al ricorrere dell'evento dedotto nella previsione statutaria. In detta ipotesi si deve concludere nel senso che, mediante la conversione scaturente dal verificarsi della clausola di decadenza, si genera una nuova categoria di azioni, in quanto a questo punto coesisteranno azioni a voto triplo ed azioni a voto doppio.

Sul piano degli effetti di una clausola di decadenza apposta al voto plurimo deve rilevarsi che, almeno dal punto di vista operativo, non paiono palesarsi in sostanza significative divergenze rispetto agli effetti che conseguono all'individuazione di una condizione risolutiva, dalla quale, difatti, discende comunque la caducazione del privilegio.

³⁴⁸ ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 489.

Tralasciando i profili che attengono, sul piano privatistico, alla natura giuridica di questi elementi, ciò che preme evidenziare è come l'ammissibilità di questa clausola segua lo stesso percorso argomentativo che, nell'ambito della condizione risolutiva, attiene all'individuazione dell'evento da cui dipende la perdita del diritto. Anche in questo caso, pertanto, l'apposizione di una clausola di decadenza alle azioni a voto plurimo crea inevitabilmente una rottura nella compagine dei diversi azionisti della stessa categoria. Sarebbe, infatti, inverosimile pensare che questi possano trovarsi tutti contestualmente nella situazione da essa prevista, di tal che è fisiologico che, in questa fattispecie, il meccanismo di operatività della clausola sia selettivo all'interno della medesima categoria.

Se detta selettività è neutrale rispetto ai principi che regolano l'unitarietà delle azioni appartenenti alla medesima categoria, al fine di evitare che la scelta dell'evento possa, invece, impattare sul principio di uguaglianza che permea al proprio interno tutte le categorie speciali, l'evento medesimo non dovrà dipendere da vicende di carattere soggettivo, ma solo oggettivo, anche se inerenti i singoli azionisti³⁴⁹.

Così operando, se in astratto si crea una diversificazione nella categoria, perché gli accadimenti non potranno mai essere contestuali per tutti i soci, in concreto non sussiste alcuna lesione del principio di uguaglianza tra gli azionisti, né si incorre nell'*empasse* di dare luogo alla creazione di un diritto particolare paragonabile a quelli ammessi nelle s.r.l. dall'art. 2468, commi 3 e 4, c.c.

In argomento, è particolarmente interessante un'applicazione pratica di detta clausola suggerita da parte della dottrina³⁵⁰, in riferimento all'esigenza di tutelare la compagine sociale dalle conseguenze negative del subingresso, nella titolarità delle azioni a voto plurimo, degli eredi del socio defunto inidonei all'esercizio dei poteri di *governance*. In questa circostanza si propone, infatti, la conversione delle azioni a voto plurimo in azioni ordinarie al verificarsi del decesso del socio che ne è titolare.

³⁴⁹ In tal senso v., F. TASSINARI, *Le azioni a voto plurimo nelle società non quotate*, cit., 13.

³⁵⁰ F. TASSINARI, *ult. op. cit.*, 18.

3. *L'emissione di azioni a voto plurimo: modalità*

L'emissione di azioni a voto plurimo può conseguire già all'atto della costituzione della società o avvenire successivamente.

Nel primo caso, il procedimento è particolarmente semplice, in quanto tutti i soci accettano fin dall'inizio l'istituzione di una posizione differenziata solo per taluni di essi: il consenso alla costituzione andrebbe a legittimare sia il venire ad esistenza della società, sia lo squilibrio tra rischio e potere che si determina, nei termini in cui il voto plurimo è atto ad incidervi e sui quali ci si è già soffermati in precedenza, senza che ciò possa spingere ad adottare particolari cautele a tutela dei soci³⁵¹.

In una visione squisitamente pratica accadrà che al momento della costituzione i soci manifesteranno il proprio consenso a partecipare ad una società regolata da uno statuto che, al suo interno, conterrà già una clausola sull'emissione di azioni a voto plurimo.

Con l'atto costitutivo, invero, i soci potrebbero convenire sia l'immediata emissione di azioni a voto plurimo - ed in questo caso il capitale sociale originario sarà articolato *ab origine* in azioni di categoria ed azioni ordinarie - sia l'introduzione in statuto di una clausola programmatica che disciplini espressamente la categoria di azioni a voto plurimo, ma la cui emissione è rinviata ad una successiva operazione di aumento oneroso del capitale sociale³⁵².

Anche in questa seconda circostanza i termini della questione non cambierebbero, in quanto l'emissione di azioni a voto plurimo fonderebbe la sua

³⁵¹ Cfr. ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 490; M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto*, cit., 936; C. TEDESCHI, *Le azioni*, cit., 1076.

³⁵² Cfr. S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D'ERAMO – N. LINCiano, cit., 54; A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Le azioni*, cit., 1054, che più dettagliatamente configurano l'emissione di azioni a voto plurimo in occasione di un aumento di capitale delegato all'organo amministrativo, ai sensi dell'art. 2443 c.c., in sede di atto costitutivo della società. Sul contenuto dettagliato della clausola in caso di aumento delegato v. anche M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto*, cit., 936.

legittimità sul consenso iniziale, mentre il momento successivo rivestirebbe una funzione prettamente esecutiva, dando attuazione alla volontà precedentemente manifestata.

Più complessa è l'ipotesi in cui la decisione di emettere azioni a voto plurimo venga maturata successivamente alla costituzione della società, ad esempio mediante un aumento oneroso del capitale sociale.

In questa diversa circostanza il procedimento di emissione delle azioni a voto plurimo si estrinseca in due passaggi ben distinti tra loro, ma che possono avvenire anche contestualmente³⁵³: il primo è rappresentato dalla modifica dello statuto sociale mediante introduzione di una clausola che preveda espressamente l'emissione di azioni a voto plurimo, definendone anche le caratteristiche. Questa prima operazione è comune all'emissione di tutte le categorie speciali di azioni ed è rimessa ad una deliberazione dell'assemblea straordinaria.

3.1 L'aumento oneroso e gratuito del capitale sociale

Ai sensi del primo comma dell'art. 2441 c.c., l'aumento oneroso di capitale, indipendentemente dalla circostanza che le azioni di nuova emissione siano ordinarie o di categoria, deve essere offerto in opzione a tutti i soci in misura proporzionale al numero delle azioni da questi già possedute.

³⁵³ Sulla contestualità delle operazioni cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Efficacia dell'iscrizione nel registro delle imprese delle modificazioni statutarie*, Massima n. 19, in www.consiglionotarilemilan.it; CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Eseguibilità delle delibere non iscritte*, Massima n. H.F.2. La prassi notarile, sulla scorta del meccanismo delle delibere cd. "a cascata" ritiene che, nelle ipotesi come quella in esame di una delibera di modifica dello statuto, con l'introduzione della clausola che consenta le azioni a voto plurimo, seguita dalla delibera di aumento oneroso del capitale con emissione di azioni di tal genere, sia possibile procedere all'assunzione delle due delibere anche contestualmente. In questo caso, infatti, nonostante l'inefficacia della delibera modificativa dello statuto fino al momento della sua iscrizione al Registro delle Imprese ai sensi dell'art. 2436 comma 5 c.c., risulta sempre possibile, contestualmente e prima della sua iscrizione, adottare delibere conseguenti alla detta modificazione dello statuto, in quanto la seconda delibera si considera sottoposta alla medesima condizione di efficacia dell'atto da cui trae legittimazione. In conseguenza di questo argomentare ambedue le delibere, una volta iscritte, acquisiranno efficacia l'una dopo l'altra.

Questa regola generale, applicata alla particolare ipotesi di un aumento oneroso con emissione di azioni a voto plurimo, determina che, se tutti i soci sottoscrivono le azioni di propria competenza, la forza di voto individuale resta invariata e, quindi, le “quote dei diritti di voto” dei soci non subiscono alcuna alterazione³⁵⁴.

È agevole constatare, pertanto, che l’incidenza del voto plurimo sul potenziale di voto di ciascun socio ha carattere neutrale ogni qual volta sia data integrale esecuzione a questa particolare tipologia di aumento: i rapporti di forza tra i soci in ordine ai diritti di voto a loro disposizione, dunque, sarebbero suscettibili di alterazione solo in base alla scelta personale di ciascun socio di esercitare o meno il diritto potestativo di sottoscrizione delle nuove azioni, nella specie a voto plurimo.

Ciò posto, la variazione delle quote dei diritti di voto sarebbe difficilmente imputabile alla maggioranza favorevole all’aumento: infatti, il ricorso al voto plurimo potrebbe solo indirettamente rivestire la funzione di strumento di controllo delle assemblee, dal momento che detto controllo costituirebbe solo una logica conseguenza della mancata sottoscrizione delle azioni a voto plurimo da parte di alcuni soci.

Proseguendo in detto ragionamento, inoltre, a parere di chi scrive non sembra neanche possibile immaginare, a carico dell’assemblea che delibera l’aumento, un onere particolare nel predisporre la delibera medesima al fine specifico di evitare o limitare l’“alea” della variazione dei diritti di voto per ciascun socio – che dipende esclusivamente dall’esercizio o meno del diritto di opzione - attraverso l’individuazione di una particolare cautela contro detto effetto, quale potrebbe essere, ad esempio, stabilire che l’aumento in parola abbia carattere inscindibile.

Mediante la previsione di un aumento inscindibile sarebbe certamente possibile, in questa circostanza, garantire la neutralità dell’operazione rispetto al

³⁵⁴ In questi termini v., S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D’ERAMO – N. LINCiano, cit., 55. Sull’invarianza del peso specifico di ciascun socio v. anche I. POLLASTRO, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 49.

diritto di voto, dal momento che l'aumento in parola non andrebbe a buon fine senza la sua integrale sottoscrizione da parte di tutti gli aventi diritto.

Tuttavia, in relazione a detta fattispecie, non pare rinvenibile nell'ordinamento un principio generale che imponga una simile scelta, affinché sia garantita la legittimità della delibera di aumento con emissione di azioni a voto plurimo, diversamente da quanto accade in altre ipotesi di aumento.

Per una più chiara comprensione di quanto sostenuto, può essere opportuno ricordare in questa sede una delle vicende in cui la previsione dell'inscindibilità assolve la funzione di rendere legittima l'intera operazione di aumento.

Ci si riferisce, in particolare, all'aumento deliberato con assegnazione di azioni in misura non proporzionale al conferimento, che trova il suo referente normativo nell'art. 2346 comma 6 c.c.: in questa ipotesi l'aumento può essere deliberato anche a maggioranza, ma l'inscindibilità è necessaria per garantire l'effettività del capitale sociale, ovvero, al fine di evitare che il socio che è obbligato ad un conferimento più che proporzionale si sottragga all'operazione, non sottoscrivendo le azioni di propria spettanza, lasciando così scoperta la parte di capitale sottoscritta dal socio che è tenuto al conferimento meno che proporzionale.

Nel diverso caso dell'aumento con emissione di azioni a voto plurimo, invece, la previsione dell'inscindibilità dell'aumento non avrebbe alcun fondamento giuridico, in quanto nessun principio cardine del diritto societario sarebbe disatteso nell'ipotesi in cui non fosse data integrale esecuzione all'aumento medesimo: infatti, diversamente dall'ipotesi sopra descritta, non è in pericolo il principio di effettività del capitale sociale, né altro principio inderogabile.

È poi anche possibile che l'aumento non venga offerto in opzione a tutti i soci, ma sia deliberato con limitazione o esclusione del diritto di opzione di questi ultimi, in deroga a quanto stabilito dal primo comma dell'art. 2441 c.c.,³⁵⁵.

³⁵⁵ Si tratta delle fattispecie prese in considerazione dal quarto, quinto ed ottavo comma dell'art. 2441 c.c., per l'assunzione delle quali è sufficiente il consenso della maggioranza degli aventi

Ebbene, in questi casi, quando l'operazione di aumento non avviene con emissione di azioni ordinarie, bensì a voto plurimo, è ben possibile che dall'esecuzione dell'aumento discenda una concreta alterazione dei rapporti di forze tra i soci in relazione all'ammontare dei voti, soprattutto quando la limitazione o esclusione dell'opzione non sia diretta alla generalità dei soci, ad esempio per consentire l'ingresso in società di un terzo, bensì colpisca solo taluni di essi. Senonché, tale variazione, nell'ottica del legislatore, è da condividere, proprio perché trae la sua giustificazione nelle fattispecie tipizzate dall'art. 2441 c.c., che assolvono ad interessi sovraordinati rispetto all'invarianza del voto.

Detto in termini più chiari, l'incremento del possesso azionario per il socio sottoscrittore - quale conseguenza diretta dell'esclusione o limitazione dell'opzione degli altri soci - unito alla maggiorazione del voto - quale carattere proprio della speciale categoria di azioni emessa a fronte dell'aumento - non sarebbe altro che un mero effetto, probabilmente anche di carattere marginale. Infatti, non essendosi preoccupato il legislatore di darvi regolamentazione, esso risulta rimesso al caso, o meglio alla combinazione di due strumenti giuridici tipici, entrambi atti ad incidere sul controllo societario ed entrambi indici regolatori del peso specifico del singolo azionista in società.

È possibile ragionare in questi termini anche quando l'aumento abbia ad oggetto azioni con voto plurimo, perché il legislatore non ha diversificato la disciplina delle cause di esclusione o limitazione del diritto di opzione in base alla tipologia di azioni da emettere a fronte dell'aumento del capitale sociale, né si è premurato di farlo successivamente alla riforma che ha introdotto la nuova categoria di azioni a voto plurimo.

diritto al voto: esse ricorrono, rispettivamente, quando il conferimento ha ad oggetto un bene in natura, quando sussiste un interesse sociale all'esclusione o limitazione dell'opzione per consentire, ad esempio, l'ingresso in società a terzi, infine, nel caso in cui le azioni siano offerte in sottoscrizione ai dipendenti. In dottrina, sulla tematica dell'esclusione o limitazione del diritto di opzione in relazione ad un aumento oneroso con emissione di azioni a voto plurimo, v. E. BARCELLONA, *Sub 2351 comma 4 c.c.*, cit., 583; N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli*, cit., 17; A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Le azioni*, cit., 1056; ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 493.

Volendo trarre delle conclusioni sulla fattispecie dell'aumento con esclusione o limitazione dell'opzione a carico solo di taluni azionisti, mediante emissione di azioni speciali a voto plurimo, per le ragioni fin qui esposte la detta deliberazione, a parere di chi scrive, potrà essere validamente assunta a maggioranza dei votanti.

Nella diversa ipotesi in cui la società abbia già emesso azioni a voto plurimo, doppio o triplo, probabilmente la delibera di aumento con esclusione o limitazione del diritto di opzione, ed avente ad oggetto nuove azioni a voto plurimo, dovrebbe probabilmente essere affiancata da cautele in favore degli azionisti a voto singolo che vedrebbero compromessi ulteriormente la loro possibilità di incidere sulle delibere assembleari. In particolare, si ritiene che l'accorgimento da osservare in favore di questi ultimi sia rappresentato dal rispetto del disposto dell'art. 2376 c.c.³⁵⁶

In buona sostanza, si propone l'approvazione della delibera di aumento così strutturata da parte degli azionisti a voto singolo che non sono coinvolti dall'aumento e, quindi, che non possono giovare della maggiorazione del voto.

L'approvazione da parte dell'assemblea speciale degli azionisti a voto singolo ai sensi dell'art. 2376 c.c. si ritiene ammissibile in questa particolare ipotesi proprio riallacciandosi al discorso condotto all'inizio di questa trattazione, sulla possibilità di immaginare una nuova classificazione delle categorie speciali di azioni, che possa tener conto del coefficiente di voto. Non sfugge, infatti, che, nel caso di società che ha emesso anche azioni a voto plurimo, doppio o triplo che sia, gli azionisti a voto singolo finiscono col costituire anch'essi una categoria speciale di azioni, fornita di un diritto amministrativo, il diritto di voto, in misura

³⁵⁶ È appena il caso di osservare che la dottrina ha discusso a lungo sulla possibilità che il pregiudizio subito dagli azionisti e tutelato dalla richiamata disposizione sia solo diretto o anche indiretto. Per i termini della questione cfr. P. GROSSO, *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, Milano, 1999, 171 ss. e R. COSTI, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. Comm.*, 1990, I, 563 ss. Sulla problematica dell'approvazione da parte delle assemblee speciali ed in relazione al voto plurimo, sia pure in termini parzialmente diversi da quelli qui esposti, v. I. POLLASTRO, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 49 s. e A. POMELLI, cit., 533 s.

diversa rispetto alle altre azioni in circolazione della medesima società, quali sono appunto le azioni a voto plurimo³⁵⁷.

Pertanto, nulla vieta che anche tale categoria di azionisti a voto singolo sia assistita dalle tutele che il legislatore ha disciplinato *ad hoc* per le categorie speciali di azioni, tra le quali vi rientra l'approvazione dell'assemblea speciale di cui all'art. 2376 c.c.

In particolare, giova ricordare che detta norma tutela i partecipanti ad una determinata categoria di azioni rispetto alle delibere prese dall'assemblea generale ed atte a pregiudicare i relativi diritti; pregiudizio che, come è stato efficacemente rilevato, può essere sia diretto, che indiretto. Orbene, appare evidente come dall'emissione di azioni a voto plurimo a favore dei soli soggetti che ne sono già a loro volta titolari derivi un pregiudizio, se non altro indiretto, agli azionisti con voto singolo, con ciò confermando l'opportunità del correttivo previsto dall'art. 2376 c.c.³⁵⁸.

Nel diverso caso in cui, dall'esclusione o limitazione del diritto di opzione di tutti i soci, dovesse conseguire l'ingresso in società di un soggetto terzo, verosimilmente i rapporti tra i soci originari resterebbero immutati, mentre varierebbe proprio l'incidenza sulle decisioni assembleari delle azioni a voto plurimo di appartenenza del nuovo socio, dal momento che quest'ultimo potrebbe

³⁵⁷ Sull'opportunità di considerare le azioni ordinarie una categoria di azioni quando esistono altre azioni speciali v., G. GRIPPO – C. BOLOGNESI, *L'assemblea nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, 16, III, Torino, 2011, 143 s. L'opportunità di applicare anche a tale ipotesi l'art. 2376 c.c. rientra nella più ampia tematica della configurabilità nel nostro ordinamento del cd. diritto di rango: per l'opinione affermativa v., G. OPPO, *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. d. civ.*, 1974, I, 648 ss.; A. MIGNOLI, *Le assemblee*, cit., 220 ss.; G.B. PORTALE, "Uguaglianza e contratto": *il caso dell'aumento del capitale sociale in presenza di più categorie di azioni*, in *Riv. d. comm.*, 1990, 721 s.; F. D'ALESSANDRO, *Aumento di capitale*, cit., 579. *Contra* v., R. COSTI, *Aumento di capitale*, cit., 569; C. ANGELICI, *Parità di trattamento tra gli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 13; P. GROSSO, cit., 181 ss.

³⁵⁸ È discussa in dottrina la rilevanza diretta o indiretta del pregiudizio di diritto tutelato dalla citata norma. Nel senso che il pregiudizio deve essere attuale e diretto v. A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub art. 2376*, in *Società di capitali, Commentario*, a cura di G. Niccolini- A. Stagno D'Alcontres, Napoli, 2004, 543; G. FRÈ - G. SBISÀ, *Della società per azioni*, I, 6 ed., in *Commentario del codice civile Scialoja - Branca*, a cura di F. Galgano, Bologna - Roma, 1997, 715. Nel senso della rilevanza anche di quello indiretto v. G. PRESTI – M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, 6a ed., Bologna, 2013, 426.

riuscire ad ottenere il controllo dalla combinazione della percentuale di possesso azionario conseguita mediante la sottoscrizione dell'aumento offertogli, che potrebbe anche essere minima, con il coefficiente maggiorato di voto. Volendo estremizzare detta fattispecie, mediante questo strumento si potrebbe giungere, più che ad una diluizione del controllo, ad una vera e propria sostituzione del gruppo di comando della società in favore di un soggetto fino ad ora estraneo alla compagine sociale.

Ben diversa dalle fattispecie fin qui esaminate è la possibilità di deliberare un aumento di capitale con destinazione delle azioni a voto plurimo di nuova emissione in misura non proporzionale tra i soci. Si tratterebbe, infatti, di un'ipotesi che non ricade nel disposto dei commi quarto, quinto e ottavo dell'art. 2441 c.c., e che difficilmente potrebbe trovare la sua legittimazione nel principio maggioritario che regola l'assunzione delle deliberazioni nelle società di capitali, in quanto da essa deriverebbe un'alterazione delle posizioni dei singoli soci all'interno della società, senza il sostrato dell'avallo normativo.

Questo effetto, a ben vedere, mal si concilia con il rispetto del principio di parità di trattamento³⁵⁹ tra i soci - regola cardine nell'ordinamento di tutte le società azionarie quotate e non - che non potrebbe essere superato da una deliberazione assunta a maggioranza, essendo, viceversa, necessario per la sua adottabilità il consenso unanime di tutti i soci³⁶⁰.

Merita di essere accennata anche la sorte del voto plurimo rispetto ad un'altra tipologia di aumento di capitale, espressamente disciplinata dal legislatore all'art. 2442 c.c.³⁶¹.

³⁵⁹ Il principio di parità di trattamento tra i soci è ribadito, in ambito comunitario, dall'art. 42 della direttiva 77/91/CEE e, in relazione alle società quotate, dall'art. 92 del TUF. In dottrina, tra i tanti, v. G. D'ATTORRE, cit., 1 ss.; C. ANGELICI, *Parità di trattamento*, cit., 1 ss.; F. D'ALESSANDRO, *La seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1987, 1. Su talune considerazioni di più ampio respiro sul tema v., C.E. PUPO, *Valore e uguaglianza delle azioni con voto plurimo - value and equality of multiple voting shares*, in *Banca Impresa Società*, 2015, 443 - 473.

³⁶⁰ Sul tema specifico delle azioni a voto plurimo v., N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli*, cit., 17.

³⁶¹ Sulla tematica e l'individuazione dei tratti salienti dell'operazione v., *ex multis*, M. CERA, *Il passaggio di riserve a capitale*, Milano, 1988; B. QUATRARO - S. D'AMORA, *Le operazioni sul*

Il riferimento è all'aumento gratuito del capitale sociale, operazione di carattere prevalentemente contabile mediante la quale, imputandosi a capitale riserve ed altri fondi iscritti in bilancio, è possibile incrementare il valore nominale del capitale senza, tuttavia, che ad esso corrisponda anche un incremento del patrimonio netto della società. Stando al disposto del secondo comma della citata disposizione, secondo cui le azioni di nuova emissione devono avere le medesime caratteristiche di quelle in circolazione, in seguito ad un aumento gratuito di capitale non potranno emettersi azioni a voto plurimo, se non quando esse siano già presenti nel capitale e comunque in misura proporzionale alla parte di capitale che rappresentano³⁶².

Una eccezione a tale regola sembra potersi ravvisare nella possibilità di deliberare, con il consenso unanime dei soci, l'aumento gratuito mediante emissione di azioni diverse da quelle già in circolazione. In questa particolare ipotesi, qualora sulla scorta di una delibera assunta con il consenso unanime di tutti i soci fosse prevista l'emissione di azioni in parte a voto plurimo, ed in parte ordinarie, attribuite non rispettando il sopracitato principio di invarianza – o di converso nel caso di emissione di sole azioni ordinarie, seppure in presenza di azioni a voto plurimo - , si determinerebbe un'alterazione dei rapporti di forza all'interno della società, il che, vale la pena sottolineare, a sua volta snatura i connotati tipici dell'aumento gratuito.

3.2 La conversione delle azioni già emesse in azioni a voto plurimo

capitale, Milano, 1994; P. MARCHETTI, *Aumenti e riduzioni di capitale*, Milano, 1984. La tematica dell'emissione di azioni con voto plurimo a fronte dell'imputazione a capitale di riserve ha costituito, invero, oggetto di interesse da parte della dottrina già al tempo della codificazione del '42. Si vedano, infatti, in argomento, P. GRECO, *Azioni gratuite a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 1947, I, 68 s.; C. GRASSETTI, *Azioni a voto plurimo e aumento di capitale per conguaglio monetario*, in *Riv. dir. comm.*, 1949, I, 81 s.; R. FRANCESCHELLI, *Passaggio a capitale di saldi attivi di rivalutazione monetaria, azioni a voto plurimo e compiti dell'Autorità Giudiziaria*, in *Riv. dir. comm.*, 1950, II, 196 ss.; A. MIGNOLI, *Le assemblee*, cit., 106 ss.

³⁶² In questi termini v., ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 493.

Con l'espressione "conversione" si fa riferimento non già alla creazione di nuove azioni, bensì alla possibilità di modificare diritti inerenti ad azioni già in circolazione: nel caso del diritto di voto, quindi, la fattispecie riguarda la possibilità di convertire azioni ordinarie o con voto escluso o limitato in azioni speciali a voto plurimo.

È opportuno preliminarmente distinguere tra conversione facoltativa, automatica e forzata, per poi soffermarsi sulle ipotesi affrontate dalla dottrina in relazione alla speciale categoria di azioni a voto plurimo.

La conversione è facoltativa, quando la scelta in ordine alla modifica dei diritti connessi alle azioni è rimessa alla volontà del singolo azionista; è automatica, quando detta modifica consegue al verificarsi di un evento predeterminato, quale può essere la previsione di conversione delle azioni di categoria in azioni ordinarie al verificarsi di determinati eventi quali, ad esempio, la morte del socio titolare o la cessione della partecipazione medesima a terzi per atto tra vivi. Infine, è forzata, quando è imposta con deliberazione assembleare, salvo poi verificare se risulta sufficiente il voto favorevole della maggioranza o se, di converso, sia necessario il consenso unanime dei soci³⁶³.

La questione, nel caso di specie, attiene alla possibilità che l'assemblea disponga con delibera la conversione di azioni in circolazione in azioni a voto plurimo. Naturalmente, perché tale deliberazione possa essere legittimamente assunta, sarà sempre necessario a monte la presenza nello statuto sociale della clausola sull'emettibilità di azioni a voto plurimo. Nel caso in cui, invece,

³⁶³ Sulle possibili modalità di conversione v., G.C.M. RIVOLTA, *Il diritto delle società. Profili generali*, in *Trattato di diritto commerciale* fondato da V. Buonocore, diretto da R. Costi, Torino, 2015, 159 e C.F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato*, cit., 801 s. Per una più ampia disamina delle problematiche e delle fattispecie intorno alla conversione delle azioni v., G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione dei titoli azionari*, Milano, 2012, 69 e P. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008. Con espresso riferimento all'ipotesi della conversione forzata, sulla cui ammissibilità vengono palesate ampie perplessità in dottrina, v. *ex multis* M.C. LUPETTI, *Conversione "forzata" di azioni a voto pieno in azioni a voto limitato*, in *Società*, 2006, 1367; A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004, 191-193; M. BIONE, *Le azioni*, cit., 73, che, sia pure in un breve passaggio si dimostra favorevole alla detta fattispecie.

quest'ultima dovesse mancare, l'assemblea straordinaria dovrà previamente modificare lo statuto, introducendo tale previsione.

Ciò posto, un primo aspetto su cui soffermarsi attiene alla possibilità dei soci di deliberare a maggioranza la conversione di tutte le azioni in circolazione in azioni a voto plurimo, salvo poi ad approfondire nel successivo paragrafo quale sia il *quorum* necessario.

Sul punto, non è mancato chi ha negato la legittimità di questa fattispecie, focalizzando l'attenzione non tanto sulle modalità di adozione della delibera - e quindi se questa debba essere assunta a maggioranza o con il consenso unanime di tutti i soci – quanto sulla nozione stessa di categoria di azioni, come posta dall'art. 2348 c.c.

Secondo quest'Autore, infatti, il presupposto per aversi una categoria di azioni è che queste incorporino diritti che portino in qualche modo a differenziarle dalle azioni ordinarie: quindi, “la deliberazione che “trasforma” tutte le azioni ordinarie ad un solo voto in circolazione in azioni a voto plurimo (...) verrebbe realisticamente riconosciuta dalla giurisprudenza, per la ragione da ultimo evidenziata, in contrasto con la nozione stessa di categoria posta dall'art. 2348 c.c.”³⁶⁴.

Tuttavia, sul tema possono essere riproposte le considerazioni sopra effettuate circa la natura giuridica delle azioni a voto plurimo, ove già si è avuto modo di superare tale obiezione, evidenziando le concrete utilità attuali o future che l'attribuzione delle azioni a voto plurimo alla generalità degli azionisti può determinare. Pertanto, sul punto, si ritiene possibile dissentire dalla detta posizione.

Particolarmente complessa e dibattuta è, invece, l'ipotesi della conversione soltanto di una parte delle azioni in circolazione in azioni a voto plurimo.

In argomento è stato sostenuto che i soci di maggioranza non possono votare anche (o solo) la conversione delle proprie azioni ordinarie in azioni a voto

³⁶⁴ Così F. TASSINARI, *Le azioni a voto plurimo nelle società non quotate*, cit., 14.

plurimo, perché una decisione di tal genere sarebbe affetta da illegittimità in quanto produce un'importante disparità di trattamento tra i soci e, quindi, costituirebbe “un caso di grave ed evidente abuso della maggioranza ai danni della minoranza”³⁶⁵, figura sulla cui configurabilità paiono sussistere ancora dubbi in dottrina³⁶⁶.

Invero, a parere di chi scrive, la decisione sulla legittimità della suddetta delibera coinvolge direttamente il tema della tutela delle minoranze, nell'ipotesi in cui la conversione riguardi le azioni della maggioranza, nel qual caso potrebbe risultare necessario il consenso unanime di tutti i soci³⁶⁷; salvo, ma il tema andrà approfondito in prosieguo, ritenere che la tutela di detti diritti della minoranza possa essere conseguita attraverso il riconoscimento in loro favore di un diritto di recesso, dai più ritenuto, nelle società di capitali, la maggiore forma di tutela delle minoranze.

Di converso, quando l'attribuzione delle azioni a voto plurimo sia prevista in favore delle minoranze, se effettivamente il giusto approccio è quello di valutare la tutela offerta a tali azionisti, pare potersi ritenere che non vi siano ostacoli alla adozione di una delibera, con il mero consenso espresso dalla maggioranza.

Merita di essere segnalata, nonostante relativa al procedimento inverso, cioè al passaggio da azioni a voto plurimo in azioni prive di detto privilegio, la posizione assunta da taluna prassi notarile, la quale ha ritenuto legittima la clausola statutaria che preveda la conversione delle azioni a voto plurimo in azioni senza voto in caso di alienazione delle azioni medesime. In questa particolare ipotesi, tuttavia, lo statuto dovrà comunque prevedere appositi meccanismi atti a garantire il rispetto della prescrizione contenuta all'art. 2351 comma 2 c.c., ovvero, che

³⁶⁵ È questa la posizione assunta da A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Le azioni*, cit., 1056.

³⁶⁶ In questi termini I. POLLASTRO, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 50 in particolare nt. 11.

³⁶⁷ In questo senso v., P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 8; ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 492; A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Le azioni*, cit., 1056, il quale ritiene, altresì, legittima seppure improbabile la delibera assunta a maggioranza di conversione di tutte o parte delle azioni ordinarie dei soci di minoranza in azioni a voto plurimo, i quali non avrebbero ragione di lamentarsi di una tale decisione che sarebbe particolarmente favorevole per gli stessi.

almeno la metà delle azioni in circolazione sia rappresentata da azioni a voto singolo o plurimo³⁶⁸.

4. I quorum deliberativi per l'emissione di azioni a voto plurimo

Nell'accennare alle modalità di emissione delle azioni a voto plurimo, è stato osservato che tra esse è particolarmente frequente quella della previa modifica dello statuto con introduzione della clausola che legittima l'emissione di azioni a voto plurimo, seguita dalla delibera di aumento oneroso del capitale sociale mediante emissione di azioni di tal fatta.

In questo particolare frangente si inserisce il disposto dell'art. 212 disp. att. c.c., anch'esso novellato nel 2014, secondo cui la deliberazione di modifica dello statuto, con la quale è prevista la creazione di azioni a voto plurimo ai sensi dell'art. 2351 c.c. è presa, anche in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno due terzi del capitale rappresentato in assemblea, non quindi con la sola maggioranza assoluta del capitale.

La norma, invero, non si limita a dettare una disciplina generale, valida per tutte le società in essere, bensì ha carattere settoriale, dal momento che crea un autentico *discrimen* - in relazione alla modifica dello statuto per l'introduzione della previsione statutaria circa l'emettibilità di azioni a voto plurimo - tra le società iscritte nel registro delle imprese alla data del 31 agosto 2014, soggette al *quorum* rafforzato della citata norma e quelle iscritte successivamente, esenti da tale disciplina, essendo testualmente previsto solo per le prime il rafforzamento del *quorum*.

A ben vedere, da tale scelta normativa consegue un importante effetto derogatorio rispetto al regime legale: viene, infatti, attribuito ad una minoranza

³⁶⁸ CONSIGLIO NOTARILE DI FIRENZE, PISTOIA, PRATO, Massima n. 48, cit.

qualificata del capitale votante (più di un terzo) il potere di veto sull'emissione di azioni a voto plurimo³⁶⁹.

Nell'indagine volta a chiarire la *ratio* della disposizione, è stato osservato che questa constatazione si giustifica con l'esigenza, sentita dal legislatore, di rafforzare la tutela di quei soci che hanno partecipato a società costituite sotto la vigenza del divieto di emissione di azioni a voto plurimo e che si vedrebbero, adesso sottoposti ad una disciplina nuova e di senso contrario, che li espone al rischio di vedere mutare il valore della propria partecipazione³⁷⁰. Questa medesima *ratio*, invece, non varrebbe per le società che sono sorte successivamente alla riforma del 2014, atteso che queste non sono state mai assoggettate al divieto del voto plurimo, vigente sotto la vecchia disciplina, anzi, i soci hanno *ab inizio* accettato di far parte di una società che, contestualmente alla sua costituzione o durante la vita della stessa, può offrire tale regime del voto.

Invero, al fine di trarre una giustificazione al tenore letterale della disposizione, può essere utile prestare attenzione agli effetti che la mancata sottoscrizione di un aumento di capitale con emissione di azioni a voto plurimo può determinare sulla minoranza dissenziente del capitale.

Su questa scia, e mutuando in parte le argomentazioni di chi ha discorso di diluizione "normale" della partecipazione - quale conseguenza della mancata esecuzione di un aumento con azioni ordinarie da parte della minoranza dissenziente - distinta dalla diluizione "aggravata" - che ricorrerebbe in caso di mancata sottoscrizione di azioni a voto plurimo - può forse giungersi ad una corretta interpretazione di questo eccezionale innalzamento dei *quorum*³⁷¹.

³⁶⁹ Tale spiccato *favor* del legislatore della riforma verso una minoranza qualificata non è sentito uniformemente dalla dottrina. In argomento, infatti, merita rilievo la posizione assunta da N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli*, cit., 14 s., che sconfessa l'esistenza di un vero e proprio potere di veto della minoranza, osservando piuttosto che l'innalzamento del quorum costituirebbe solo uno pseudo-requisito, dal momento che la maggioranza potrebbe sempre far andare deserta la prima convocazione.

³⁷⁰ In relazione alla diversità di trattamento normativo v., F. TASSINARI, *Le azioni a voto plurimo nelle società non quotate*, cit., 14 e E. BARCELLONA, *Sub 2351 comma 4 c.c.*, cit., 583.

³⁷¹ N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli*, cit., 14 s.

È agevole osservare, infatti, che, nel primo caso, il socio di minoranza che non sottoscrive la parte di aumento allo stesso offerta in opzione perde peso specifico in società, rispetto agli altri soci che, diversamente da questi, hanno dato esecuzione all'aumento. Questa alterazione dei valori nel possesso azionario e, quindi, dei rapporti di forze interni alla compagine sociale, è ancor più accentuata nell'ipotesi di mancata sottoscrizione di un aumento oneroso con emissione di azioni a voto plurimo. Difatti, in questa circostanza il socio che non esercita l'opzione sulla parte di aumento allo stesso offerto finisce col perdere sia una percentuale sul capitale - dal momento che il suo valore resterà fermo alle azioni possedute al momento della delibera di aumento, mentre crescerà proporzionalmente quello degli azionisti che avranno esercitato il diritto di opzione sottoscrivendo le azioni a questi offerte - sia la possibilità di avere un maggior peso in assemblea mediante l'esercizio del voto plurimo nell'assunzione delle deliberazioni assembleari, di cui invece si gioveranno i sottoscrittori dell'aumento³⁷².

Tanto precisato, e riallacciandosi a quanto disposto dall'articolo 212 disp. att. c.c., solo le società iscritte al registro delle imprese successivamente al 31 agosto 2014 potranno adottare la decisione di introdurre azioni a voto plurimo esclusivamente sulla scorta dei *quorum* prescritti dal codice civile o dallo statuto per le deliberazioni dell'assemblea straordinaria³⁷³, mentre quelle iscritte precedentemente saranno assoggettate alla citata disposizione e saranno coinvolte quindi dalle questioni qui di seguito accennate in relazione all'interpretazione della norma ed alla sua applicazione.

Dal tenore letterale dell'art. 212 disp. att. c.c. è inoltre possibile constatare che la norma ha carattere transitorio ed è atta ad incidere sulla disciplina dei *quorum*

³⁷² A riguardo si tenga conto anche della posizione di E. BARCELLONA, *ult. op. cit.*, 582, il quale, nell'ipotesi di un aumento con emissione di azioni a voto plurimo offerto in opzione a tutti i soci, proporzionalmente alle azioni da questi già possedute, non individua una ragione specifica per cui la minoranza contraria all'aumento di capitale in parola dovrebbe essere "beneficiaria di una protezione supplementare ad hoc", pur condividendo le argomentazioni esposte dalla suesposta dottrina (v. nota che precede).

³⁷³ A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Le azioni*, cit., 1056.

assembleari di cui agli artt. 2368 e 2369 c.c. in modo - sia consentito dire - trasversale dal momento che innova in esse solo il diverso *quorum* deliberativo per l'introduzione in statuto delle azioni a voto plurimo, nulla precisando, invece, in merito al *quorum* richiesto per la regolare costituzione dell'assemblea³⁷⁴.

Nel silenzio della disposizione, sarebbe ragionevole, quindi, presumere che l'art. 212 disp. att. per la parte su cui non dispone, richieda il rispetto delle citate norme codicistiche in ordine alla regolamentazione dei *quorum* costitutivi assembleari³⁷⁵.

Tuttavia, in argomento, merita di essere segnalato l'orientamento dottrinario che ha sostenuto, proprio nell'ottica del rafforzamento della tutela dei soci rispetto al regime ordinario, l'ammissibilità di un cumulo dei *quorum* deliberativi generale e speciale. In buona sostanza, si propone l'approvazione della modifica statutaria sull'introduzione del voto plurimo, in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno due terzi del capitale presente in assemblea, che a sua volta deve rappresentare complessivamente anche più della metà del capitale sociale³⁷⁶.

³⁷⁴ È opportuno considerare che la disciplina degli artt. 2368 e 2369 c.c. detta regole distinte sui *quorum* deliberativi e costitutivi a seconda che la società per azioni faccia o meno ricorso al mercato del capitale di rischio. In relazione a queste ultime, sulle quali è maggiormente improntata questa trattazione, le citate disposizioni in relazione all'assemblea straordinaria che è quella chiamata ad apportare modifiche allo statuto, prevedono che: a) l'assemblea straordinaria delibera in prima convocazione con il voto favorevole di più della metà del capitale sociale (che implicitamente fissa nella stessa misura il *quorum* costitutivo); b) in seconda convocazione, il *quorum* costitutivo è dato dalla partecipazione in adunanza di oltre un terzo del capitale sociale mentre quello deliberativo è rappresentato dal voto favorevole di almeno due terzi del capitale rappresentato in assemblea; c) per le delibere concernenti il cambiamento dell'oggetto sociale, la trasformazione della società, lo scioglimento anticipato, la proroga, la revoca dello stato di liquidazione, il trasferimento della sede sociale all'estero e l'emissione di azioni prive o con limitazioni del diritto di voto, l'assemblea delibera con il voto favorevole di un terzo del capitale sociale.

³⁷⁵ Nel senso che la norma disciplini il solo quoziente deliberativo non potendosi applicare a quello costitutivo v. F. TASSINARI, *Le azioni a voto plurimo nelle società non quotate*, cit., 15. L'Autore, inoltre, si sofferma sul limite applicativo che può rappresentare per questa disposizione la presenza nello statuto di un quoziente deliberativo più elevato, dal momento che, in questa circostanza, la disposizione di legge resterebbe priva di effetto.

³⁷⁶ V. ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 492, in particolare nt. 46, alla quale sia consentito il rinvio per ulteriori riferimenti bibliografici. Cfr., altresì, C. TEDESCHI, *Le azioni*, cit., 1076; P. MARCHETTI, *Commento all'art. 20 del d.l. competitività (azioni a voto maggiorato, voto plurimo ed altro)*, Relazione al Convegno 22 settembre 2014 presso Consiglio Notarile di Milano, reperibile su www.marchettilex.it, 9, al quale è ascrivibile la considerazione secondo cui se in sede di modifica dello statuto, per l'introduzione delle azioni a voto plurimo secondo il disposto

Ragionando in questi termini, dunque, il *quorum* costitutivo minimo non può che essere calcolato secondo quest'ultimo parametro³⁷⁷.

In seconda convocazione, invece, al *quorum* costitutivo pari ad almeno 1/3 del capitale sociale dovrà comunque affiancarsi quello deliberativo dei 2/3 del capitale rappresentato in assemblea, dal momento che, se la maggioranza del capitale sociale non è idonea a deliberare in prima convocazione, a maggior ragione non potrebbe esserlo in seconda convocazione³⁷⁸.

La norma in esame ha carattere transitorio, dal momento che questa cessa di operare una volta che le azioni a voto plurimo sono state introdotte nello statuto nel rispetto dei precetti in essa contenuti³⁷⁹.

Tutto ciò premesso, pare opportuno porsi un quesito sull'ambito di applicazione dell'art. 212 disp. att. c.c., non essendo chiaro a cosa il legislatore si sia voluto riferire con la locuzione "creazione di azioni".

Il tema è di estremo interesse e di grande impatto pratico, perché finisce per influenzare in maniera decisiva il *quorum* richiesto per l'adozione di una determinata delibera.

Difatti, della norma potrebbero fornirsi due differenti letture: potrebbe ritenersi *in primis* che con la suddetta locuzione il legislatore abbia inteso riferirsi esclusivamente alla delibera di modifica dello statuto sociale, mediante la quale venga introdotta la clausola programmatica, e quindi a quella che in via generale ed astratta consenta l'emissione di azioni a voto plurimo. Corollario pratico di una

dell'art. 212 disp. att. c.c., interviene meno dei due terzi del capitale sociale la norma addirittura finisce con l'agevolare l'introduzione delle azioni a voto plurimo, viceversa solo nel caso in cui interviene più dei due terzi del capitale la norma richiamata assolve alla funzione di introdurre un sistema di votazione più rigoroso.

³⁷⁷ In argomento v., I. POLLASTRO, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 48. Cfr. U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 592, il quale è dubbioso in ordine alla possibilità di individuare il *quorum* costitutivo della maggioranza assoluta del capitale avendo riguardo all'art. 2368 c.c., che indirettamente lo presuppone, dal momento che lo stesso art. 212 disp. att. c.c. non richiama affatto il *quorum* deliberativo di prima convocazione a cui espressamente si riferisce il legislatore all'art. 2368 c.c.

³⁷⁸ A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Le azioni*, cit., 1054, in particolare nt. 20 e 21 alle quali sia consentito il rinvio per ulteriori approfondimenti; M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto*, cit., 937. Nello stesso senso v., U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 592.

³⁷⁹ Così F. TASSINARI, *Le azioni a voto plurimo nelle società non quotate*, cit., 15.

tale impostazione sarebbe quello di ritenere che il *quorum* rafforzato concerna solo l'introduzione della categoria in statuto, mentre la concreta emissione delle azioni, sotto forma di aumento o conversione, necessiti solo dei *quorum* ordinari previsti dalla legge. Pare militare in questo senso il tenore letterale della norma, in quanto non può sfuggire che dal punto di vista terminologico il legislatore abbia utilizzato il termine "creare" e non "emettere", tant'è vero che le azioni si creano con la previsione programmatica e si emettono solo in seguito alla successiva delibera.

Seconda possibile lettura, viceversa, sarebbe ritenere che il *quorum* rafforzato sia dettato per ambedue le fattispecie e cioè in riferimento sia alla delibera di modifica di statuto cd. programmatica sia a quella di concreta emissione.

A sostegno di tale impostazione potrebbe essere utilizzata una lettura teleologica della norma. Se, infatti, si ritiene che la *ratio* della disposizione sia quella di evitare che i soci che abbiano partecipato ad una società sotto il divieto di emissione di azioni a voto plurimo si vedano ora investiti dallo stesso, pare evidente che la concreta lesione avvenga non tanto e non solo in sede di programmazione, quanto in sede di emissione, con l'ovvia conseguenza che ambedue le delibere debbano rispettare il *quorum* rafforzato pena, altrimenti, la violazione della *ratio* sottesa alla norma.

Residua in argomento un'ultima riflessione.

Il legislatore, nel prevedere il *quorum* rafforzato, ha sicuramente creato una differenza tra le società ante 2014 e quelle successivamente costituite: nel caso in cui alla base di detta differenziazione vi fosse stata l'esigenza di tutelare le minoranze sociali, forse potrebbe ritenersi che la fattispecie in questione presenti dei dubbi di legittimità, anche alla luce dell'esigenza di garantire la parità di trattamento tra tutte le compagini sociali.

Così ragionando, infatti, il suddetto *quorum* rafforzato non pare rendere giustizia alle minoranze: ciò soprattutto quando il gruppo di comando della società detiene già più dei due terzi, ovvero quando vi siano sindacati di voti che siano in grado di orientare più dei due terzi dei voti esprimibili nella stessa direzione.

Nelle dette circostanze potrebbe forse ritenersi prodotta una divergenza di trattamento nell'ambito della compagine sociale di minoranza, perché è come se il legislatore avesse ritenuto indegna di tutela quella minoranza di tipo compatto – che rappresenta gli azionisti estranei ad un gruppo di comando ben determinato – che si staglia sotto la soglia di un terzo, il tutto in violazione del principio di uguaglianza *ex art. 3 della Cost.*; dall'altro, non si è comunque raggiunto il risultato voluto dal legislatore.

In quest'ottica, probabilmente, un giusto ragionamento sarebbe potuto essere quello di prevedere il consenso unanime per le società costituite anteriormente al 2014, anche se si tratta di soluzione in palese contrasto con il principio plutocratico; ovvero, più correttamente, una maggioranza dei due terzi qualificata, nel senso che a comporre detto *quorum* dovrebbe concorrervi almeno il voto favorevole dei soci che ricevono il pregiudizio.

5. Azioni a voto plurimo e società quotate: profili di disciplina in materia di OPA

L'introduzione nell'ordinamento delle azioni con voto plurimo ha portato il legislatore all'assunzione di consequenziali accorgimenti nella disciplina delle società quotate, soprattutto in vista di un possibile accesso al pubblico mercato da parte di società per azioni con strutture *dual class*: un esempio è l'ipotesi, già affrontata nel corso di detta trattazione, di una società che, proprio ai fini della quotazione, sia caratterizzata da azioni a voto plurimo non quotate, da un lato, e da azioni ordinarie quotate, dall'altro.

La predetta esigenza di coordinamento ha interessato, in particolare, la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, modificata al fine di poter tenere conto della previsione della maggiorazione del voto e dell'emissione di azioni con voto plurimo, nonché, la coordinazione della regola di neutralizzazione prevista dall'art. 104 - *bis* t.u.f. con la disciplina delle azioni con

voto plurimo, al fine di introdurre regole di sterilizzazione dei voti multipli in caso di OPA.

Sovviene, pertanto, l'esigenza di soffermarsi, seppur brevemente, sull'esame di detti aspetti.

La regola di neutralizzazione (cd. *breakthrough rule*) trova la sua disciplina nell'art. 104-*bis* t.u.f.: si tratta di una disposizione volta a colpire i limiti al trasferimento azionario e dei diritti di voto, presenti in statuto o convenuti in patti parasociali, rendendoli inefficaci in pendenza di un'offerta pubblica d'acquisto o successivamente all'offerta che abbia permesso all'offerente di detenere almeno il 75% del capitale con diritto di voto³⁸⁰.

Tale regola, originariamente prevista dalla direttiva sulle OPA³⁸¹, è stata recepita nell'ordinamento italiano dalla richiamata disposizione, tuttavia, la decisione sulla sua concreta applicazione è stata rimessa alla discrezionalità delle singole società: essa, infatti, è opzionale (cd. *opt-in*) perché per potersene avvalere risulta necessaria la sua previsione nello statuto sociale, in mancanza di una

³⁸⁰ In particolare, l'art. 104-*bis* t.u.f., al secondo comma dispone che “nel periodo di adesione all'offerta non hanno effetto nei confronti dell'offerente le limitazioni al trasferimento di titoli previste nello statuto né hanno effetto, nelle assemblee chiamate a decidere sugli atti e le operazioni previsti dall'art. 104, le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o di patti parasociali”. La medesima disposizione, inoltre, al terzo comma prevede che, quando a seguito dell'offerta l'offerente venga a detenere almeno il 75% del capitale con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, nella prima assemblea che segue la chiusura dell'offerta, convocata per modificare lo statuto o per revocare o nominare gli amministratori o i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, non hanno effetto le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o nei patti parasociali nonché qualsiasi diritto speciale in materia di nomina o revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza previsto nello statuto.

³⁸¹ Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 concernente le offerte pubbliche di acquisto, 2004, GU L142/12. La disposizione introdotta a seguito del d.l. 91/2004 appare in linea con il disposto dell'art. 11 di detta direttiva che prevede che nelle assemblee chiamate a deliberare su eventuali misure di difesa a seguito di un'offerta pubblica di acquisto o di scambi sui titoli dell'emittente le azioni a voto plurimo conferiscono soltanto un voto. In argomento v., R. MAGLIANO, *La regola di neutralizzazione e le deviazioni dal principio di proporzionalità tra rischio e potere: ancora dubbi sulla compatibilità comunitaria dei poteri speciali nell'ordinamento italiano*, in *Riv. comm. internaz.*, 2010, I, 61.

clausola di tal genere, infatti, il meccanismo di neutralizzazione non potrà essere avvocato dalla società³⁸².

Il d.l. n. 91/2014 ha ricondotto, nell'ambito di applicazione della regola di neutralizzazione, anche il voto plurimo ed il voto maggiorato: al fine di depotenziare gli effetti anti-scalata conseguenti alle azioni con voto plurimo, il legislatore ha opportunamente rimodulato il disposto dei commi secondo e terzo dell'art. 104-*bis* t.u.f., prevedendo la "normalizzazione" delle azioni *multiple voting*, con annullamento degli effetti moltiplicativi del rafforzamento del voto, pertanto, le rispettive azioni, in conseguenza dell'operare del suddetto meccanismo, s'intenderanno regolamentate dalla regola "un'azione un voto".

È stato efficacemente osservato che a tale rimodulazione non ha, tuttavia, fatto seguito, per il precipuo caso delle azioni con diritto di voto più che proporzionale, anche la previsione del meccanismo inverso all'*opt-in*, ovvero, quello dell'*opt-out*: in buona sostanza, si auspicava un intervento del legislatore che mirasse a rendere la regola di neutralizzazione, in presenza di azioni di tal fatta, "se non un diritto imperativo" quanto meno una regola retta dalla automatica operatività (*opt-out*), salvo diversa opzione statutaria³⁸³.

Per quanto concerne, invece, la disciplina dell'OPA obbligatoria, viene in rilievo il disposto dell'art. 106 t.u.f., in base al quale sussiste un obbligo di OPA successiva e totalitaria a carico di chi, a seguito di acquisti, venga a detenere, individualmente o di concerto con altri, una soglia fissa di partecipazione superiore al 30% del capitale rappresentato da titoli negoziati in un mercato regolamentato, che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni sulla nomina e revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza³⁸⁴.

I profili interessati dalle modifiche introdotte con il d.l. 91/2014 attengono ai commi 1 e 1-ter dell'art. 106 t.u.f.

³⁸² Cfr., ASSONIME, *La disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, Circolare Assonime n. 16, 2003, II ed., 44 disponibile su www.assonime.it.

³⁸³ Cfr., S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D'ERAMO – N. LINCiano, cit., 62; M. S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo*, cit., 159 s.; M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze*, cit., 497.

³⁸⁴ Artt. 106, comma 1, t.u.f. e art. 105, comma 2, t.u.f. Sul tema v., R. COSTI, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'opa*, in *Giur. Comm.*, 2015, 226 s.

In particolare, la modifica che ha interessato il primo comma della disposizione è quella che presenta maggiori profili di interesse ai fini di tale studio: difatti, sono stati ridefiniti i presupposti per il sorgere del predetto obbligo di OPA, allo specifico fine di tenere conto della maggiorazione del voto e dell'emissione di azioni a voto plurimo, suscettibili di incidere sul numero di voti disponibili, senza tuttavia modificare l'entità dei titoli in circolazione.

Questa scelta ha comportato che, ad oggi, l'obbligo di OPA grava su chiunque, a seguito di acquisti o di maggiorazione del voto, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del 30% oppure a disporre di diritti di voto in misura superiore alla predetta soglia.

Il disposto dell'art. 106, comma 1, t.u.f., tuttavia, ha destato notevoli dubbi interpretativi già dalla sua entrata in vigore, dal momento che non chiarisce se, in seguito alla modifica, sia stata introdotta una doppia soglia di OPA alternativa e correlata al duplice requisito della detenzione di azioni in misura superiore al 30% del totale del capitale sociale, sia in conseguenza della detenzione di più del 30% del totale dei diritti di voto³⁸⁵.

Sulla questione ha avuto modo di pronunciarsi la Consob, la quale ha evidenziato che la norma, riferendosi sia ad acquisti che hanno determinano il possesso di una partecipazione in misura superiore alla soglia del 30%, sia alla maggiorazione del diritto di voto atta a far conseguire al suo possessore diritti di voto in misura superiore al 30% dei medesimi, solo apparentemente fa riferimento ad una duplice soglia³⁸⁶.

Difatti, la Consob ha ritenuto che la soglia dell'OPA sia unica e definita non soltanto con riguardo alla quota di capitale con diritto di voto nell'assemblea rilevante (nomina o revoca dei membri dell'organo amministrativo ai sensi dell'art. 105, comma 2, t.u.f.), bensì con riguardo alla quota dei diritti di voto *tout court*, superiori alla soglia del 30%, specificando che la norma in commento si

³⁸⁵ Cfr. C. MOSCA, cit., 868 ss.

³⁸⁶ In argomento v., G. GUIZZI, in AA. Vv., *Voto maggiorato, voto plurimo*, cit., 239; ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 526.

limita, invero, solo a chiarire che la maggiorazione del voto rappresenta una tecnica di acquisizione del controllo analoga a quella dell'acquisto di titoli azionari³⁸⁷.

Questa lettura, a ben vedere, pare essere coerente con la *ratio* posta alla base dell'obbligo di offerta pubblica, che è quella di fornire uno strumento di tutela agli azionisti di minoranza in presenza di un trasferimento del controllo, il quale sussiste, come ampiamente illustrato nel corso della trattazione, ogni qual volta muti il potere assembleare per il tramite della circolazione dei diritti di voto.

In quest'ottica è evidente che la rimodulazione della definizione di soglia rilevante consente senza dubbio di evitare che cambi di controllo conseguenti alla cessione di azioni speciali *multiple voting* possano eludere l'obbligo di OPA.

Infine, viene in rilievo un aspetto particolarmente interessante relativo al tenore letterale dell'art. 106 t.u.f.: questa norma, infatti, non si riferisce, a rigore, all'istituto del voto maggiorato ma più genericamente al fenomeno della "maggiorazione del voto". Questa circostanza ha spinto taluna dottrina a constatare che l'ampiezza della locuzione impiegata esclude che la disposizione possa ritenersi riferita solo all'istituto del voto maggiorato di cui all'art. 127 – *quinquies* t.u.f., poiché esso, come si è avuto modo di osservare nel corso di questo lavoro, rappresenta solo una delle modalità mediante le quali può esplicarsi il voto più che proporzionale³⁸⁸. In conseguenza non pare potersi escludere anche il rilievo delle azioni a voto plurimo ai fini dell'applicazione dell'art. 106 t.u.f.

³⁸⁷ Esemplificando, assumendosi che la soglia rilevante ai sensi di legge sia il 30% e che la società in questione abbia 25 azioni speciali con voto doppio e 75 azioni ordinarie, grazie al nuovo dettato normativo anche l'acquisto delle predette 25 azioni con voto plurimo, pur integrando l'acquisto solo del 25% del capitale votante, determina ugualmente l'insorgenza dell'obbligo di OPA, comportando l'acquisto del 40% in termini di diritti di voto. Vedasi, in tal senso, E. BARCELLONA, *Sub 2351 comma 4 c.c.*, cit., 597.

³⁸⁸ Sulla questione v., G. GUIZZI, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo*, cit., 239, il quale affronta detto aspetto concernente il tenore letterale dell'art. 106 t.u.f., anche in relazione al meccanismo del *record date*, concludendo che, in quest'ultimo caso, sarebbe difficile immaginare un obbligo di lancio dell'OPA a carico del socio la cui partecipazione, proprio per effetto di detto meccanismo, solo per qualche giorno si attesta sopra la soglia del 30%.

CAPITOLO IV

I riflessi del voto plurimo sulla compagine sociale: posizioni di controllo, tutela delle minoranze ed effetti della moltiplicazione del voto sugli altri diritti sociali

Sommario: 1. Il limite massimo di tre voti per ciascuna azione: verso l'individuazione di una nuova soglia limite del controllo? - 2. L'esigenza di tutela delle minoranze in caso di emissione di azioni a voto plurimo: le possibili soluzioni – 2.1 L'esposizione dei profili distintivi della tutela delle minoranze sul tema – 2.2 Le proposte in ordine alle concrete fattispecie di tutela delle minoranze – 3. La determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi in presenza di azioni a voto plurimo – 3.1 L'illustrazione della problematica – 3.2 La regolamentazione dei quorum da parte dell'autonomia privata: le soluzioni avanzate in dottrina – 3.3 Gli effetti che l'esigenza di tutela delle minoranze può generare sulla determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi – 4. La tematica del diritto di recesso in caso di emissione di azioni a voto plurimo – 4.1 Gli orientamenti della dottrina – 4.2 Il diritto di opzione quale possibile tutela dell'azionista di minoranza dall'introduzione del voto plurimo mediante aumento oneroso del capitale sociale – 4.3 Uno sguardo alla giurisprudenza in tema di modifica dei quorum deliberativi ed esercizio del diritto di recesso – 5. L'incidenza del voto plurimo sull'esercizio dei diritti amministrativi attribuiti a minoranze qualificate: spunti di riflessione

1. Il limite massimo di tre voti per ciascuna azione: verso l'individuazione di una nuova soglia limite del controllo?

Nella circostanza, potremmo dire fisiologica, in cui una società non sia intervenuta sulla regolamentazione del diritto di voto deviando dalla regola di *default* della proporzionalità con l'azione - o comunque in assenza di clausole statutarie o patti parasociali che possano in qualche modo incidere su detto equilibrio -, il socio che, rispetto agli altri, detiene una percentuale maggiore del capitale sociale finisce anche con l'essere il socio che ha maggiore peso specifico e, per tale ragione, colui che è in grado di orientare, nel senso che più gli aggrada,

le decisioni assembleari, semplicemente attraverso l'esercizio del diritto di voto connesso alle azioni di cui è in possesso³⁸⁹.

Il voto plurimo, incidendo sul potere assembleare dei soci, come si è già ampiamente constatato, crea quella scissione tra possesso azionario e capacità di adozione delle deliberazioni assembleari che sconfessa il predetto assunto per cui il titolare di un'aliquota maggiore del capitale sociale sia anche il detentore della maggioranza assembleare. Tale correlazione, infatti, è veritiera solo nel regime "un'azione un voto" e, comunque, in assenza di qualsiasi patto, statutario e non, che possa deviare da esso: la titolarità di azioni a voto plurimo, invece, altera quell'assimilazione potendo consentire il controllo assembleare e, quindi, il potere di decidere l'adozione di una delibera, anche in favore di una minoranza esigua del capitale.

Questa condizione, estremizzata, potrebbe condurre il portatore di azioni a voto plurimo persino a perseguire interessi extrasociali ed opportunistici, prestando così la fattispecie delle azioni a voto plurimo un possibile fianco all'estrazione di benefici privati dal controllo - fermo restando, beninteso, l'impossibilità di beneficiare anche di una partecipazione maggiore al capitale sociale - aspetti, questi, sui quali si ritornerà in prosieguo in quanto centrali nell'individuazione di possibili forme di tutela delle minoranze non di controllo.

Il riconoscimento di un diritto di voto plurimo, essendo una mera moltiplicazione del diritto di voto incorporato nell'azione, certamente non è in grado di attrarre a sé e, quindi, determinare, in favore dell'azionista beneficiario, anche una variazione dell'ammontare di azioni possedute rispetto al capitale complessivo, che resterà comunque fermo al conferimento effettuato o agli accordi originariamente convenuti tra i soci³⁹⁰: tuttavia, la dissociazione tra *quantum* del

³⁸⁹ Sulla qualificazione all'interno della compagine degli azionisti di riferimento, di controllo e non di controllo, e del tema del controllo di fatto e di diritto, sia consentito rinviare alle considerazioni esposte nel primo capitolo, secondo paragrafo, di questa trattazione.

³⁹⁰ L'eventuale variazione della partecipazione al capitale, infatti, potrebbe conseguire solo in presenza, ad esempio, di un aumento gratuito o oneroso del capitale sociale non proporzionale, ovvero, in caso di aumento oneroso con esclusione o limitazione del diritto di opzione degli altri soci.

voto ed ammontare delle azioni possedute non può rappresentare un impedimento al raggiungimento del potere assembleare e, quindi, del controllo – un palese esempio, pertanto, di deviazione tra rischio e potere - in un regime in cui la determinazione del *quorum* deliberativo assembleare tenga conto del *voting power*, aspetto invero non pacifico e sul quale ci si riserva di ritornare più approfonditamente in prosieguo.

A questo effetto sul controllo, tuttavia, il legislatore ha posto un limite: infatti, non qualsiasi deviazione in aumento dal principio di proporzionalità è ammessa nel nostro ordinamento, ma solo quelle che non consentano la cristallizzazione del controllo in una percentuale di possesso azionario inferiore alla soglia stabilita dal legislatore attraverso il limite di tre voti per azione.

Sovviene, quindi, l'esigenza di valutare se e come sia mutato l'indice di riferimento del controllo a seguito dell'introduzione delle azioni a voto plurimo, tenendo a mente le considerazioni già svolte, nella prima parte di questa trattazione, sul concetto di controllo, e sulla relazione esistente tra questo ed il diritto di voto.

Vi è da premettere che l'attitudine delle variazioni del voto ad incidere sul controllo, siano esse in aumento o in diminuzione, era stata già presa in considerazione dal legislatore al tempo della disciplina del voto meno che proporzionale, sovvenendo ad essa con apposite prescrizioni di legge.

Difatti, numerosa dottrina ha evidenziato che, nel periodo antecedente l'abrogazione del divieto di azioni a voto plurimo, affinché un soggetto potesse contare sul controllo di diritto della società era necessario che questi corresse un rischio pari almeno al 25% del capitale complessivo: tale considerazione trova fondamento nell'art. 2351, comma 2, c.c., che fissa il limite di emissione di azioni con voto escluso o limitato - il cui valore, infatti, non può complessivamente superare la metà del capitale sociale - la cui *ratio* è stata da sempre individuata

nell'esigenza di limitare la sproporzione tra diritti di voto ed investimento, quindi tra potere e rischio³⁹¹.

Espresso in altri termini, quindi, questa norma era atta da sola a definire il limite massimo della sproporzione tra rischio e potere concesso dal legislatore.

La circostanza che, successivamente alla novella sulle azioni a voto plurimo, detta norma sia rimasta formalmente immutata, non costituisce garanzia che essa abbia conservato a tutt'oggi, tra i suoi caratteri sostanziali, anche l'attitudine ad individuare il limite massimo del controllo endosocietario, sicché pare legittimo interrogarsi in ordine a detto aspetto, provando eventualmente a verificare se detta funzione non spetti oggi ad un'altra disposizione.

Tale dubbio è occasionato dal tenore letterale del quarto comma dell'art. 2351 c.c. che, nel fissare in tre il limite massimo di voti esprimibile da un'azione con voto plurimo, pare essere atto ad individuare, *sic et simpliciter*, anche la soglia quantitativa del numero di azioni necessarie e sufficienti per ottenere il controllo di diritto della società³⁹², nei termini di seguito descritti e, di converso, parrebbe essere idonea anche a regolare il limite massimo della sproporzione tra rischio e potere, mettendo anch'essa in luce una deviazione da detto principio, poiché alla moltiplicazione del diritto di voto non corrisponde anche un equivalente apporto patrimoniale: maggiore potere, quindi, in presenza di minore rischio.

La disarticolazione tra *quantum* del conferimento, quindi del rischio assunto, e *quantum* del voto, quindi del potere, si atteggia analogamente, sia nel caso di azioni prive del voto, sia nella nuova fattispecie delle azioni a voto plurimo: ambedue, infatti, costituiscono forme di rafforzamento del controllo ovvero

³⁹¹ Cfr. N. ABRIANI, *sub artt. 2348, 2351*, cit., 322; M. NOTARI, *Le società azionarie*, in AA. VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2012, 147; V. SANTORO, *sub art. 2351*, cit., 148; A. ANGELILLIS – M.L. VITALI, *sub art. 2351*, cit., 410 ss.; M. LIBERTINI – MIRONE – SANFILIPPO, *sub 2351 c.c.*, in *Commentario romano al diritto delle società*, diretto da D'Alessandro, II, 1, Padova, 2010, 273.

³⁹² Detto aspetto è stato rilevato, sin dal primo momento di entrata in vigore della riforma, da C. ANGELICI, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo*, cit., 216, nonché dal medesimo Autore, già nel corso dei lavori preparatori alla riforma del 2003, come risulta da AA. VV., *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, cit., 1684. Nello stesso senso v., altresì, B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto competitività*, cit., 469.

strumenti volti ad agevolarlo³⁹³, che, seppure dotati di differenti caratteristiche, consentono in egual modo il conseguimento del controllo assembleare in mancanza di una corrispondente partecipazione maggioritaria al capitale sociale³⁹⁴.

Ma vi è di più. Nella particolare ipotesi in cui fossero emesse contestualmente sia azioni con voto escluso che con voto plurimo, nelle misure massime consentite, quindi, 50% di azioni senza voto e 50% di azioni con voto plurimo attributive ciascuna di tre voti, l'indicata percentuale di controllo, già esigua, sarebbe destinata a precipitare vertiginosamente: sarebbe, infatti, sufficiente il possesso di poco più del 12,5% del capitale sociale espresso in azioni a voto triplo per assicurarsi il controllo di diritto della società, non ostandovi a detto concorso di categorie di azioni alcun divieto di legge³⁹⁵. A favore dell'ammissibilità di questa particolare ipotesi militerebbe proprio l'equipollente effetto di dissociazione tra rischio e potere che le predette categorie di azioni sono in grado di realizzare distintamente tra loro, come innanzi esposto³⁹⁶.

L'individuata soglia del 12,5% del capitale sociale sarebbe suscettibile di diminuire ulteriormente laddove l'emissione di azioni a voto plurimo fosse combinata con gli altri strumenti del diritto societario, che ugualmente si prestano ad una deroga al principio di correlazione tra rischio e potere, come l'assegnazione di azioni in misura non proporzionale al conferimento o l'attribuzione di diritti

³⁹³ Sul punto si rinvia alle considerazioni svolte nel primo capitolo del presente lavoro.

³⁹⁴ Va osservato, infatti, che anche nel caso del concorso tra azioni ordinarie ed azioni con voto plurimo, il possesso di queste ultime, nella predetta percentuale del 25%, è sufficiente, così come nel caso di concorso di azioni ordinarie con quelle prive di voto, a far conseguire il controllo di diritto. In tal senso, infatti, v. M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere*, cit., 404; E. BARCELLONA, *Sub 2351 comma 4 c.c.*, cit., 589; C.F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato*, cit., 800; M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio*, cit., 270. Tuttavia, ad onore del vero, nel concorso tra azioni con voto plurimo ed azioni ordinarie sarebbe sufficiente, ai fini del controllo, anche il possesso di una percentuale inferiore di azioni con voto plurimo: esemplificando, ove su 100 azioni in circolazione siano emesse 17 azioni a voto plurimo e la restante parte a voto singolo, sarebbe sufficiente, in prima convocazione, anche il solo possesso delle 17 azioni a voto plurimo per garantirsi il controllo della società (51 voti), secondo quanto previsto dall'art. 2368 c.c.

³⁹⁵ Cfr., N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto: prime considerazioni*, cit., 15; M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere*, cit., 405 s., in particolare nt. 43.

³⁹⁶ Cfr., E. BARCELLONA, *Sub 2351 comma 4 c.c.*, cit., 589.

patrimoniali rafforzati³⁹⁷. Dal concorso di detti strumenti potrebbe discendere un'ulteriore riduzione della predetta soglia, senza alcuna possibilità di individuare un termine ultimo oltre il quale non sia consentito procedere: tutto ciò discende dall'impossibilità di fatto di stabilire, sulla base del diritto positivo vigente, se soglie inferiori a quella indicata possono risultare effettivamente legittime³⁹⁸.

Alla luce di tale aspetto non è mancato chi, pur ammettendo il concorso di azioni a voto plurimo con azioni prive del voto, ha tuttavia fissato per tale ipotesi la soglia minima di possesso azionario ad una misura maggiore rispetto a quella del 12,5%³⁹⁹. È stato sostenuto, infatti, che il principio capitalistico, in ossequio al quale “il potere decisionale di ultima istanza, nella s.p.a., spetta a chi ha investito più capitale e rischia di perderlo” pur non avendo valore assoluto, va tenuto in debita considerazione: pertanto, sulla scia di detto principio cardine, l'approccio forse più corretto vuole che l'art. 2351, comma 2, c.c., che fissa la soglia massima di emissione di azioni a voto escluso o limitato, sia inteso non in senso puramente letterale, bensì quale indicazione di principio: la disposizione andrebbe interpretata nel senso che il controllo azionario può spettare solo a chi detiene almeno il 25% del capitale più un'azione, perché questa scelta ripropone e rispetta la proporzione di cui il legislatore ha tenuto conto nel fissare il limite massimo di emissione di azioni prive del voto, e, quindi, la massima forbice tra rischio e potere⁴⁰⁰.

Quest'impostazione, ove seguita, non consentirebbe il cumulo di azioni a voto plurimo con azioni prive del voto quando si corre il rischio che il controllo spetti a chi sia titolare solo del 12,5% del capitale sociale, ovvero di una percentuale addirittura inferiore a questa, secondo quanto affermato pocanzi.

³⁹⁷ La fattispecie è presa in considerazione da M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere*, cit., 405.

³⁹⁸ La riflessione appartiene a M. NOTARI, *op. ult. cit.*, 406.

³⁹⁹ In questi termini v., M. LIBERTINI – C. ANGELICI, *Un dialogo*, cit., 1.

⁴⁰⁰ V., M. LIBERTINI - C. ANGELICI, *Un dialogo*, cit., 2, 4, 13. La suddetta interpretazione della norma fornita dal Libertini è condivisa dall'Angelici il quale, tuttavia, attesa l'incertezza della questione, evidenzia anche l'opportunità di rimettere all'autonomia contrattuale la regolamentazione di detta ipotesi.

Alla luce delle considerazioni fin qui riportate, si ritiene di condividere l'opinione secondo cui, in seguito all'entrata in vigore della riforma sulle azioni a voto plurimo, la *ratio* dell'art. 2351 comma 2 c.c., di limitare la sproporzione tra diritti di voto e misura dell'investimento, fissando la leva azionaria endosocietaria al 25% del capitale sociale più un'azione, finisce con il perdere buona parte del proprio significato, lasciando invece spazio, per la determinazione di quest'ultima, al novellato quarto comma e, quindi, alla diversa soglia del 12,5% del capitale sociale.

2. L'esigenza di tutela delle minoranze in caso di emissione di azioni a voto plurimo

2.1 L'esposizione dei profili distintivi della tutela delle minoranze sul tema

L'emissione delle azioni a voto plurimo pare coinvolgere sotto più aspetti l'ampia tematica della tutela dei soci di minoranza, nonché gli istituti ad essa connessi o preposti, non solo e limitatamente alla circostanza che il voto plurimo è, come visto, in grado di incidere sull'acquisto o il rafforzamento di posizioni di controllo⁴⁰¹, quanto anche in relazione alle particolari caratteristiche intrinseche a tale tipologia di azioni⁴⁰².

⁴⁰¹ Sul punto si rinvia alle considerazioni esposte nel primo capitolo di questa trattazione.

⁴⁰² È appena il caso di osservare, infatti, che già C. Angelici, nei primi commenti sull'introduzione delle azioni a voto plurimo nell'ordinamento - in occasione della riconosciuta incongruenza tra l'ammissibilità di azioni prive del voto e la permanenza del divieto di voto plurimo, giustificata dalla circostanza che secondo l'Autore, sul piano pratico gli effetti prodotti da ambedue le categorie di azioni sono analoghi - sostiene che la tecnica del voto plurimo rispetto a quella delle azioni prive del voto "può risultare in certo modo più "garantista" per le minoranze: se non altro in quanto a esse restano consentiti sia la partecipazione all'assemblea sia strumenti di tutela come quello previsto dal terzo comma dell'art. 2377 c.c.". V., C. ANGELICI, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo*, cit., 217. Sul più ampio tema della tutela delle minoranze e del rafforzamento della posizione del socio pubblico, non estraneo alle conseguenze derivanti dall'emissione di azioni con voto plurimo, v. C. IBBA, *La tutela delle minoranze nelle società a partecipazione pubblica*, in *Riv. soc.*, 2015, 95 ss.

Sul tema, un primo aspetto che merita di essere considerato attiene alle modalità di impiego delle azioni a voto plurimo: al di là del ricorso al voto plurimo quale meccanismo per acquisire il controllo della società o al fine di mantenerlo, l'attribuzione di tale tipologia di azioni ben può avvenire in favore di azionisti rappresentanti una minoranza esigua del capitale. Infatti, non pare possa sostenersi in via aprioristica che, dall'attitudine che hanno le azioni a voto plurimo ad incidere sul controllo, possa derivare anche l'ulteriore assunto secondo cui le medesime azioni sarebbero sempre destinate all'azionista di controllo⁴⁰³.

L'autonomia privata ben potrebbe usare le azioni a voto plurimo per perseguire finalità diverse dal controllo, come la protezione degli interessi delle minoranze non di comando⁴⁰⁴: è stato, infatti, evidenziato che la possibilità che le azioni a voto plurimo siano destinate alla tutela di dette minoranze, potrebbe essere una realtà ampiamente percorribile nelle società caratterizzate da una situazione di controllo di diritto e di fatto stabile, ovvero laddove la sommatoria dei voti plurimi riconosciuti ai soci di comando superi i voti complessivamente afferenti alle azioni con voto singolo; ovvero ancora, ogni qual volta il numero complessivo dei voti del socio o dei soci di comando, indipendentemente dalla tipologia di azioni a voto plurimo o singolo, soddisfi i *quorum* deliberativi necessari per esercitare un'influenza dominante sulla società⁴⁰⁵.

Ulteriore obiettivo realizzabile con l'attribuzione di azioni a voto plurimo in favore di una minoranza potrebbe essere quello di favorire quest'ultima nell'assunzione di decisioni che si vuole rimettere in misura maggiore ad essa:

⁴⁰³ Ad agevolare la comprensione di detto aspetto basta considerare che le azioni a voto plurimo, proprio in quanto nuova categoria speciale di azioni, sarebbero per antonomasia destinate alla totalità della compagine sociale laddove, ad esempio, fossero emesse a fronte di un aumento oneroso del capitale sociale. Non a caso, infatti, l'art. 2441 c.c. garantisce che il diritto di opzione sulle azioni di nuova emissione spetti a tutti i soci in misura proporzionale alla partecipazione da questi già posseduta, in guisa che, laddove l'aumento non fosse deliberato con esclusione o limitazione del diritto di opzione, non sarebbe affatto possibile immaginare un'emissione di azioni di tal fatta in favore solo di una ristretta cerchia di soci, magari già in possesso di partecipazioni di maggioranza.

⁴⁰⁴ In tal senso v., P. MONTALENTI, *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo: prime considerazioni*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, 33 s.

⁴⁰⁵ In tal senso v., V. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato*, cit., 153 s. in particolare nt. 55.

quest'esigenza può in concreto ricorrere laddove vi siano azionisti che, seppur rappresentanti una parte esigua del capitale, in virtù di proprie caratteristiche soggettive o professionali, siano particolarmente inclini ad assumere la decisione migliore nell'interesse della società, soprattutto in relazione a specifici argomenti ritenuti di particolare rilevanza o rispetto ai quali essi siano muniti di particolari competenze⁴⁰⁶.

Attraverso tali tipologie di impiego, le azioni a voto plurimo ben potrebbero essere valido strumento per realizzare efficienti meccanismi di *governance* ed il migliore perseguimento dell'interesse sociale: negli esempi riportati, infatti, il voto più che proporzionale genera uno stretto collegamento tra il singolo socio e determinate sue qualità personali, come la competenza o l'esperienza acquisita in un determinato settore, al punto da fidelizzare il socio medesimo alle sorti dell'attività imprenditoriale⁴⁰⁷.

Orbene, allorquando le azioni con voto plurimo sono emesse per questi scopi ed in favore delle predette minoranze, le stesse si configurano come uno strumento di tutela. Invece, nel diverso caso in cui il voto plurimo viene impiegato al fine di rafforzare o costituire posizioni di controllo in favore degli azionisti rappresentanti il gruppo di comando della società, può sorgere l'esigenza di tutelare attraverso altri strumenti quella minoranza estranea a detta compagine, potendo il comportamento indirizzato all'emissione di azioni a voto plurimo risolversi in un'ipotesi di abuso della maggioranza ai danni della minoranza, al fine, ad esempio, di rendere del tutto vano il diritto di voto di quest'ultima⁴⁰⁸.

La pluralità di impieghi delle azioni a voto plurimo comporta, inoltre, che il complesso di risvolti scaturenti dalla loro emissione non attiene solo ai rapporti tra

⁴⁰⁶ Esigenza questa che, nel diverso tipo delle società a responsabilità limitata, ben potrebbe essere assolta riconoscendo ad uno o più soci un diritto particolare ai sensi dell'art. 2468, comma 3, c.c.

⁴⁰⁷ Cfr., E. RIMINI, *Quorum assembleari*, cit., 81.

⁴⁰⁸ Sulla tematica dell'abuso della maggioranza in caso di emissione di azioni con voto plurimo v., F. GUERRERA, *Azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, 43 ss.; F. GUERRERA, *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 191; V. CARIELLO, *Gruppi e minoranze non di controllo*, cit., 278 ss.; A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Le azioni*, cit., 1054 s.

soci di controllo e non di controllo ovvero tra maggioranze estranee ad esso, ma anche al potere di voto, quindi ai rapporti tra soci muniti del voto singolo e quelli dotati di un voto doppio o plurimo: è, quindi, nell'ambito di questa più ampia sfera di situazioni che si è sviluppata la tematica della tutela delle minoranze⁴⁰⁹.

L'esigenza di tutela in tali circostanze è, inoltre, aggravata dall'alterazione della correlazione proporzionale tra rischio e potere che, come visto, consegue all'emissione di azioni con voto plurimo: in conseguenza di ciò il soggetto legittimato all'esercizio del voto più che proporzionale, non sopportando un equivalente rischio d'impresa in relazione alla partecipazione al capitale della società, e, quindi, in virtù dello sganciamento dei diritti di voto da quelli patrimoniali, può essere incentivato a porre in essere comportamenti opportunistici o appropriativi nonché all'estrazione di benefici privati dal controllo⁴¹⁰.

Avverso detti comportamenti è maturata, soprattutto in dottrina, l'esigenza di compensare tali squilibri del sistema attraverso correttivi e tutele di vario genere in favore delle minoranze, ragione per cui non resta che esaminare quali siano le

⁴⁰⁹ Quest'osservazione, ascrivibile in particolare ad un Autore (V. CARELLO, *Azioni a voto potenziato*, cit., 156, nonché nei medesimi termini in ID., *Gruppi e minoranze non di controllo*, cit., 294) a ben vedere non pare essere lontana da alcune considerazioni già accennate nel precedente capitolo, volte a dimostrare che il ventaglio di soluzioni oggi ammesse dal legislatore in relazione al diritto di voto, quali la scelta tra azioni prive di voto, azioni a voto singolo o a voto plurimo fino al massimo di tre, ha fornito la possibilità di individuare una nuova classificazione delle categorie di azioni, distinguibili sulla scorta del diverso diritto di voto di cui le medesime azioni sono provviste. Pertanto, le azioni a voto plurimo, in virtù della pluralità di usi a cui possono prestarsi, conducono all'individuazione di un nuovo tipo di rapporto, quello tra azionisti afferenti a più categorie di azioni che attribuiscono diversi diritti di voto, in cui i termini di riferimento non possono dirsi ancorati all'ammontare della partecipazione detenuta, pur dando luogo ad una gerarchia: risulta, difatti, evidente la subordinazione dei soci privi del voto o a voto singolo, rispetto agli azionisti con voto più che proporzionale, con l'effetto di poter ritenere fondata anche una possibile tutela degli azionisti con voto inferiore rispetto agli altri.

⁴¹⁰ Cfr. F. GUERRERA, *Azioni a voto multiplo*, cit., 52 s.; F. GUERRERA, *La scissione tra proprietà e voto*, cit., 191 ss. Sul tema dei benefici privati del controllo v., P.G. JAEGER – F. DENOZZA – A. TOFFOLETTO, *Appunti di diritto commerciale*, Milano, 2010, 197 ss.; M. BIGELLI – S. MENGOLI, *Acquisizioni di imprese e benefici privati dei gruppi di controllo: alcune evidenze empiriche per il mercato italiano*, in *Finanza, marketing e produzione*, 1999, 87 ss. In argomento ed in riguardo alla s.r.l., ove effetti analoghi possono essere perseguirsi mediante l'attribuzione a singoli soci di un diritto particolare ex art. 2468, comma 3, c.c., incidente sulla disciplina del voto, v., R. VIGO, *I "particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società" a responsabilità limitata e i profitti extralucrativi nel diritto societario*, in *RDS*, 2013, 604 ss.

possibili soluzioni al problema⁴¹¹, premettendo ad esse che maggiori risultano, ad oggi, le spinte verso una tutela non di tipo risarcitorio ma “organizzativa” e “procedimentale”, mediante la predisposizione di regole di organizzazione e di procedimento e relegando solo in secondo ordine l’insieme delle sanzioni per la violazione delle medesime, in tal modo, è stato sostenuto, “dalla statica della *shareholders protection* si può passare alla dinamica della *shareholders participation*”⁴¹². Difatti, il primo elemento da cui dipende la tutela delle minoranze è rappresentato proprio dalle concrete scelte normative in materia di azioni a voto potenziato: da questo approccio proviene la sentita esigenza pratica di disciplinare nella modalità più compiuta possibile la sorte delle azioni con voto plurimo, al tempo della loro emissione o anche successivamente⁴¹³.

2.2 Le proposte in ordine alle concrete fattispecie di tutela delle minoranze

Una corretta comprensione dei termini del problema non può prescindere dall’evidenziare, in prima istanza, che, salvo a voler individuare un’embrionale tutela nella predisposizione del *quorum* rafforzato di cui all’art. 212 disp. att. c.c.⁴¹⁴, il legislatore della riforma sull’introduzione delle azioni con diritto di voto

⁴¹¹ È appena il caso di osservare che, al di là degli strumenti elaborati dalla prassi e dalla dottrina, avverso deliberazioni assembleari afferenti l’emissione di azioni con voto plurimo e viziate da conflitto di interessi o abuso del potere deliberativo assembleare è sempre possibile la tutela demolitoria dell’impugnazione e annullamento previa sospensione dell’atto invalido, quale rimedio principe idoneo a paralizzarne gli effetti.

⁴¹² In tal senso v., V. CARIELLO, *Gruppi e minoranze non di controllo*, cit., 284 s., il quale evidenzia che, spinte contrarie ad una tutela di tipo organizzativo e procedimentale, in favore dell’efficacia di una tutela risarcitoria e di quella di *exit*, potrebbe sostenersi, non semplicemente corroborando i diritti di natura patrimoniale a fronte della perdita generica di quelli amministrativi, bensì equilibrando la sottrazione dei diritti amministrativi, primo tra tutti il voto, con una responsabilità “maggiorata” degli azionisti di comando dotati in esclusiva dei diritti amministrativi.

⁴¹³ V. CARIELLO, *Gruppi e minoranze non di controllo*, cit., 300.

⁴¹⁴ Del disposto di tale norma si è già avuto modo di discorrere nel precedente capitolo, paragrafo 4, a cui si rinvia.

plurimo non pare aver correlato all'emettibilità delle stesse una serie di disposizioni protezionistiche delle minoranze non di controllo⁴¹⁵.

Vi è, tuttavia, da rilevare, prestando attenzione alle disposizioni del codice civile, che i più volte richiamati limiti all'emissione di azioni con voto escluso, limitato o multiplo, di cui agli artt. 2351, commi 2 e 4 c.c., una qualche forma di tutela, seppur alla lontana, la assolvono, in quanto, come visto, contengono quantitativamente il divario tra i due termini della correlazione rischio – potere, individuando in ambo i casi una soglia limite del controllo, oltre la quale non è consentita l'emissione delle predette categorie di azioni: il riferimento è alla metà del capitale sociale, ai sensi del secondo comma dell'art. 2351 c.c., e al limite massimo di tre voti per azione, ai sensi del quarto comma della medesima disposizione.

In ogni caso, indipendentemente dalla struttura societaria adottata ai fini del controllo, e, nella specie la scelta tra azioni prive del voto o con voto plurimo, permane quel rapporto che, sul piano attuativo lega l'esercizio del diritto di voto inerente alle azioni possedute alla realizzazione dell'interesse della società e di tutti gli azionisti, e che obbliga “chiunque eserciti un “potere deliberativo” nell'organizzazione sociale ad agire secondo correttezza e buona fede”⁴¹⁶, quindi nel rispetto dello scopo lucrativo comune, astenendosi da abusi di sorta e comunque non pregiudicando arbitrariamente il valore dell'impresa nel suo complesso al fine di realizzare interessi incompatibili con quello sociale⁴¹⁷.

⁴¹⁵ S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D'ERAMO – N. LINCiano, cit., 62 s. In relazione alla tutela degli azionisti di minoranza nella diversa ipotesi delle società quotate sia consentito rinviare per una più esaustiva trattazione a M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto*, cit., 947 ss.

⁴¹⁶ In tal senso v. F. GUERRERA, *Azioni a voto multiplo*, cit., 54, in particolare nt. 27 al quale sono dovuti i rinvii bibliografici a ID., *Abuso del voto e controllo di correttezza nel procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. soc.*, 2002, 186; F. D'ALESSANDRO, *Il conflitto d'interessi*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 5.

⁴¹⁷ È appena il caso di osservare che, nel caso in cui dovesse essere adottata una delibera di emissione di azioni con voto plurimo viziata da conflitto di interessi o abuso del potere deliberativo, il principale rimedio avverso la stessa è rappresentato dalla tutela demolitoria dell'impugnazione e annullamento previa sospensione dell'atto invalido, che presuppone, per l'appunto, la lesione dell'interesse sociale o la violazione del principio di correttezza in danno delle minoranze. Inoltre la legittimazione all'esercizio dell'azione di annullamento segue sempre il criterio dell'aliquota del capitale sociale, essendo irrilevante a tali fini il diritto di voto più che

È stato proposto, quindi, anche in riferimento all'emissione di azioni con voto plurimo, l'impiego di congegni di neutralizzazione o ribilanciamento del potere deliberativo della maggioranza a cui il legislatore ha già mostrato interesse in relazione, ad esempio, alla fattispecie delle operazioni con parti correlate, regolamentate dall'art. 2391-*bis* c.c., che impongono agli organi sociali sulla scorta della richiamata disposizione codicistica e della normativa CONSOB, il rispetto di regole di trasparenza e correttezza al fine di evitare pregiudizi ai soci di minoranza⁴¹⁸.

La sterilizzazione del voto plurimo del socio in conflitto di interessi, ad esempio, ben potrebbe essere attuata ogniqualvolta sussiste il fondato motivo di ritenere che questi, esercitando il voto plurimo, possa perseguire un interesse egoistico estraneo alla società: in tal modo, infatti, spostando il potere decisionale in capo agli altri azionisti viene scongiurato il pericolo di una deliberazione dannosa per l'interesse sociale.

Nel novero dei predetti congegni va annoverato anche il cd. *whitewash*, il quale potrebbero risultare idoneo a neutralizzare le azioni con voto plurimo. Le ipotesi principali di detto istituto nel nostro ordinamento si rinvencono nella disciplina delle operazioni con parti correlate ed in quella delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie⁴¹⁹. Si tratta di una regola organizzativa statutaria che, mediante apposita clausola, prevede la sterilizzazione del voto di una parte della

proporzionale, ai sensi dell'art. 2377, comma 3, c.c. cfr. M. NOTARI, *La "sterilizzazione" del voto nelle società per azioni: appunti in tema di "white wash" e dintorni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 743 s. Sull'idoneità di detta tutela reale anche in relazione alle società aperte e quotate v. F. GUERRERA, *Azioni a voto multiplo*, cit., 56 s.

⁴¹⁸ Cfr. F. GUERRERA, *Azioni a voto multiplo*, cit., 63, il quale evidenzia che Lungo tale tendenza va ascritto anche il recepimento della direttiva n. 2013/36/UE in materia di vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese d'investimento (d. lgs. n. 72/2015), che ha portato alla statuizione, agli artt. 53, comma 4, TUB e 6, comma 2- *novies* TUF, dell'obbligo per i soci di astenersi "dalle deliberazioni in cui abbiano un interesse in conflitto, per conto proprio o di terzi".

⁴¹⁹ Il *whitewash* nella disciplina delle operazioni con parti correlate è previsto nel Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, e successive modificazioni, e trova applicazione per delibere sia assembleari (art. 11, comma 3, del Reg.) che consiliari (art. 8, comma 1, lett. C. del Reg.); quello relativo alle OPA obbligatorie è previsto, invece, dall'art. 49 del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, e successive modifiche.

compagine sociale (da cui l'espressione inglese che tradotta letteralmente significa "imbiancata"), tramite la sua preventiva individuazione e il conteggio separato dei voti sterilizzati. Questo meccanismo non rappresenta né un divieto all'esercizio del voto né una sospensione come in caso di conflitto d'interessi "grave" quale è quello dell'art. 2373, comma 2, c.c.: più correttamente esso assume rilievo sul piano dell'efficacia della delibera, che diverge a seconda di quale sia l'esito del conteggio dei voti, tenendo conto del numero di voti sterilizzati⁴²⁰. È stato sostenuto, infatti, che tale istituto rappresenta un'ipotesi di "voto determinante selettivo, in cui le azioni dotate di voto determinante non sono individuate a priori in modo oggettivo, bensì di volta in volta, sulla base delle caratteristiche e degli interessi dei soci che le detengono"⁴²¹.

Questo sistema, applicato alle azioni con voto plurimo, consentirebbe di subordinare l'approvazione della delibera di aumento del capitale sociale con emissione delle azioni a voto plurimo, alla circostanza che non sia espresso il voto contrario da parte di una data quota del capitale sociale⁴²²: in tal modo il consenso della minoranza qualificata finisce con l'assumere la veste di un'autorizzazione all'operazione. Ovvero, potrebbe disporsi la valida adozione di particolari delibere solo a condizione che non voti contro la maggioranza dei soci non titolari di azioni a voto potenziato⁴²³.

Attesa l'ampia discrezionalità concessa in materia, invero, taluna dottrina ha evidenziato l'opportunità, da parte dell'autonomia statutaria, di elaborare anche altre soluzioni che ben possono ritenersi adeguatamente incisive rispetto a quelle

⁴²⁰ In questi termini v., M. NOTARI, *La "sterilizzazione" del voto*, cit., 743 s.; P. ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanonone*, a cura di P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca, Torino, 2011, 593.

⁴²¹ M. NOTARI, *La "sterilizzazione" del voto*, cit., 752.

⁴²² Cfr., A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Le azioni*, cit., 1059, i quali fissano tale quota in un quinto del capitale sociale, ovvero la quota di "voto negativo" che ai sensi dell'art. 2393, comma 6, c.c. impedisce la rinuncia all'esercizio dell'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori.

⁴²³ In tal senso v., V. CARIELLO, *Gruppi e minoranze non di controllo*, cit., 302, al quale sia consentito il rinvio per una dettagliata esposizione delle possibili tecniche di tutela delle minoranze in caso di emissione di azioni con voto plurimo, anche in un tempo successivo alla costituzione della società.

innanzi esposte: tra queste si annoverano l'attuazione di rimedi selettivi di "depotenziamento" o "sterilizzazione" del voto plurimo idonei a determinare il venire meno del beneficio al verificarsi di eventi negativi come perdite di esercizio, mancata distribuzione degli utili, o a titolo di sanzione "reale" e specifica in caso di abuso grave o reiterato di coloro che ne dispongono⁴²⁴.

Altra dottrina, invece, tra i rimedi possibili ha messo in risalto la facoltà di introdurre, mediante apposita clausola statutaria, un limite all'utilizzo del voto plurimo in tutte o parte delle materie per le quali la legge richiede maggioranze qualificate, ovvero di disporre la conversione automatica delle azioni a voto plurimo in ordinarie al venir meno delle ragioni che ne abbiano giustificato l'emissione, nonché, l'opportunità della necessaria competenza assembleare per le deliberazioni di aumento di capitale con emissione di azioni a voto plurimo, senza quindi possibilità di delegare all'organo amministrativo la relativa decisione⁴²⁵.

Merita rilievo, inoltre, l'opinione di chi ha sostenuto, quale opportuna tutela delle minoranze, l'impossibilità di assumere la delibera di aumento di capitale mediante emissione di azioni a voto plurimo e con esclusione o limitazione del diritto di opzione, in presenza di un voto contrario, in assemblea, di una minoranza di soci rappresentativa, a titolo esemplificativo, di almeno un quinto del capitale sociale⁴²⁶. È stato sostenuto inoltre, dal medesimo Autore, che, in questa circostanza, il consenso della minoranza qualificata rivestirebbe carattere preventivo, alla stregua di una autorizzazione.

Talun altro, invece, ha suggerito, quale rimedio apprestabile dall'autonomia privata e, in prospettiva futura, dalla legislazione, la possibilità di disporre di "voti plurimi scissi dalla partecipazione azionaria e acquistabili da soci esterni o estranei al controllo" mediante lo strumento denominato negli Stati Uniti *Quadratic Voting (QV)*, opportunamente adeguato ai principi del nostro ordinamento⁴²⁷.

⁴²⁴ F. GUERRERA, *Azioni a voto multiplo*, cit., 65.

⁴²⁵ A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Le azioni*, cit., 1057 s.; S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D'ERAMO – N. LINCiano, cit., 62.

⁴²⁶ M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto*, cit., 941 s.

⁴²⁷ In questo senso v., V. CARIELLO, *Gruppi e minoranze non di controllo*, cit., 309 ss., il quale pur evidenziando che l'applicazione del citato strumento nel nostro ordinamento non potrebbe

Questo strumento, adottabile con apposita clausola statutaria, rappresenta un sistema di voto che consente l'acquisto di voti dalla società medesima, verso un corrispettivo che comporta un concreto incremento del patrimonio sociale: può essere previsto in relazione a tutte le delibere assembleari o solo per alcune ed ogni soggetto, socio o non socio, interessato ai risultati della società può comprare quanti voti desidera in relazione ad una specifica deliberazione.

La funzione primaria di detto strumento è rappresentata dalla tutela delle minoranze non di controllo, il suo impiego, quindi, consentirebbe di individuare una relazione tra *quadratic voting* ed azioni a voto plurimo, dove in un'ipotetica equazione le prime starebbero ai soci di minoranza come le seconde ai soci di controllo: ogni categoria avrebbe il suo strumento e questo comporterebbe, per i soci muniti del voto plurimo, sicuramente un'attenuazione della maggioranza stessa del voto, atteso che i soci non di controllo "in occasione di decisioni assembleari che si presentino spoliative e/o inefficienti, potrebbero acquistare voti e provare a vietarne l'adozione"⁴²⁸.

Infine, nel silenzio del dato normativo, un utile approccio alla tematica del voto plurimo in relazione alla tutela delle minoranze, può essere l'analisi di due questioni, che meritano di essere esaminate sia singolarmente che sotto il profilo della predetta esigenza di tutela, ugualmente sfuggite all'attenzione del legislatore - essendo le relative discipline rimaste immodificate successivamente all'introduzione delle azioni con voto plurimo - : si tratta del calcolo per la determinazione dei *quorum* costitutivi e deliberativi, allorquando siano state già emesse azioni a voto plurimo, nonché della possibilità di riconoscere il diritto di

avvenire negli stessi termini in cui è teorizzato negli USA, dal momento che presuppone che tutte le azioni siano private del diritto di voto e che ogni azione nasca o divenga scissa dal voto, sotto altro aspetto si mostra favorevole al riconoscimento normativo della legittimità di clausole statutarie che adottino il *Quadratic Voting* come sistema di voto nelle s.p.a., anche limitandone, ove necessario, l'impiego a singole delibere. Per una più dettagliata descrizione dello strumento nella letteratura statunitense sul tema, su segnalazione del citato Autore, v., POSNER – WEYL, *Quadratic Voting as Efficient Corporate Governance*, in *81 The Univ. Chicago L. Rev.*, 2014, 251 ss.; WEYL, *Quadratic Voting Buying*, *University of Chicago Working Paper*, disponibile su <http://ssrn.com/abstract=2003531>, 2013.

⁴²⁸ In questi termini si esprime V. CARIELLO, *Gruppi e minoranze non di controllo*, cit., 312.

recesso ai soci che non hanno concorso all'assunzione della delibera concernente l'emissione di azioni a voto plurimo.

Si avrà, pertanto, cura nelle pagine che seguono di affrontare dette tematiche anche alla luce del profilo della tutela delle minoranze.

3. La determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi in presenza di azioni a voto plurimo

3.1 L'illustrazione della problematica

Per un adeguato esame del tema analizzato, bisogna premettere che il legislatore, agli articoli 2368 e 2369 c.c., ha fornito per le s.p.a., a differenza di quanto regolamentato per le s.r.l., una compiuta disciplina dei *quorum* che riguardano la costituzione dell'assemblea e l'assunzione delle deliberazioni in prima e seconda convocazione, dettando le soglie legali minime per la valida costituzione dell'assemblea e per la valida assunzione delle sue deliberazioni:⁴²⁹.

⁴²⁹ Ai sensi dell'art. 2368 comma 1 c.c. il *quorum* costitutivo dell'assemblea ordinaria in prima convocazione è dato dalla metà del capitale sociale, nel cui computo sono escluse le azioni istituzionalmente prive del voto mentre vi rientrano quelle munite del voto ma il cui diritto non è esercitabile per ragioni contingenti (quindi le azioni occasionalmente prive del diritto di voto). La citata disposizione, per quanto dettata con riferimento alla sola assemblea ordinaria in prima convocazione è ritenuta espressione di un principio generale applicabile in tutti i casi in cui sia necessario calcolare i *quorum* costitutivi. L'assemblea ordinaria in prima convocazione delibera con il voto favorevole della metà più una (maggioranza assoluta) delle azioni che hanno partecipato alla votazione. Per la seconda convocazione, l'assemblea ordinaria non richiede un *quorum* costitutivo, tuttavia, la delibera si ritiene approvata se riporta il voto favorevole della maggioranza delle azioni che hanno preso parte alla votazione. La disciplina delle assemblee straordinarie è parzialmente differente a seconda che la società faccia o meno ricorso al mercato del capitale di rischio. In relazione alle società chiuse, intorno alle quali è maggiormente improntato questo lavoro, non è stato espressamente previsto un *quorum* costitutivo, tuttavia, questo si desume indirettamente dalla disposizione dell'art. 2368, comma 2, c.c., che per la prima convocazione fissa il *quorum* deliberativo in relazione ad un'aliquota dell'intero capitale sociale votante, non solo in relazione a quello intervenuto in assemblea: difatti, s'intende validamente assunta una delibera che si approva con il voto favorevole di più della metà del capitale sociale. Per la seconda convocazione, invece, sussiste un distinguo tra *quorum* costitutivo e deliberativo: ai sensi dell'art. 2369, comma 3, c.c. l'assemblea straordinaria in seconda convocazione è regolarmente costituita con la partecipazione di oltre un terzo del capitale sociale e delibera con

La modalità attraverso la quale sono concretamente determinati i predetti *quorum* costituisce un elemento di fondamentale importanza sia teorico – perché in grado di impattare sul delicato tema della tutela delle minoranze sociali nei termini di seguito precisati – sia pratico, in quanto determina significativi riflessi sull’attività degli operatori del diritto, al fine di valutare l’eventuale correttezza dell’assunzione di un deliberato.

Atteso, dunque, che le azioni a voto plurimo attribuiscono ai soci che le posseggono un privilegio operante sul piano amministrativo - che non investe, di regola, anche i profili patrimoniali del diritto agli utili ed alla quota di liquidazione - e che viene esercitato in sede assembleare, proprio in virtù del riconoscimento ad uno o più azionisti di un voto più che proporzionale, già ad una prima impressione emerge l’attitudine del voto plurimo ad incidere sulla predetta disciplina dei *quorum* influenzandone il computo⁴³⁰, in particolare quello deliberativo in cui si esplica la forza di voto di ciascun socio nell’adozione di un deliberato rispetto a quello costitutivo che afferisce al profilo della valida costituzione di un’adunanza, soprattutto in quanto il legislatore, perlomeno per quanto concerne le società chiuse, non ha fornito soluzioni concrete, generando in tal guisa notevoli dubbi interpretativi.

In presenza di decisioni soggette anche ad un voto sovrapporzionale l’aspetto più complesso attiene alla comprensione di quale sia il “valore” delle azioni a voto plurimo ai fini del calcolo delle maggioranze costitutive e deliberative richieste dalla legge o dallo statuto: occorre, in particolare, interrogarsi se le azioni a voto plurimo pesino in funzione del capitale sociale in senso stretto

il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea. Cfr. per tutti, A. TUCCI, *La costituzione e i quorum*, in R. LENER – A. TUCCI, *Società per azioni. L’assemblea, Tratt. Dir. comm.*, fondato da Buonocore, diretto da Costi, IV, Torino, 2012, 131, 136; F. LAURINI, *sub artt. 2368-2369*, in *Assemblea*, a cura di Picciau, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2008, 101; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, cit., 320 ss.

⁴³⁰ Invero, già precedentemente alla riforma del 2014 che ha modificato il quarto comma dell’art. 2351 c.c., taluna dottrina e, precisamente, M. BIONE, *Il voto multiplo*, cit., 673 ss., annoverava tra gli inconvenienti e le difficoltà pratiche a cui avrebbe potuto dare luogo l’introduzione delle azioni a voto plurimo nell’ordinamento, proprio le possibili difficoltà di conteggiare i *quorum* costitutivi e deliberativi richiesti per la validità delle delibere assembleari.

rappresentato o in funzione del potenziale di voto che incorporano (*voting power*), nonché indagare se queste modalità concernano solo la determinazione del *quorum* deliberativo o anche quella del *quorum* costitutivo, poiché l'aderire all'uno o all'altro orientamento assume un significativo impatto pratico, conducendo ad effetti e risultati, come si vedrà, diametralmente opposti tra loro⁴³¹.

In via preliminare, va tenuta in debita considerazione la circostanza che, al tempo in cui il legislatore era addivenuto alla fissazione dei *quorum* legali minimi, il sistema sulla regolare costituzione dell'assemblea e sull'assunzione delle relative delibere era interamente improntato sul tradizionale principio "un'azione un voto", tant'è che gli unici aspetti sui quali il legislatore si era soffermato, e che esulavano da tale uguaglianza, erano rappresentati dalle azioni prive del voto, nonché da quelle munite del voto, ma non legittimanti il suo esercizio, con lo specifico fine di regolamentare il concorso di queste azioni nella determinazione dei *quorum*. Veniva, quindi, disciplinato un sistema che, nel pieno rispetto della parità di trattamento tra i soci ed in senso più ampio anche delle minoranze, sotto il profilo del computo del diritto di voto poteva definirsi completo, esaustivo.

Difatti, sotto la vigenza del divieto di emissione di azioni a voto plurimo, non essendo ammessi incrementi del coefficiente di voto, esclusivamente le azioni aventi il diritto di voto singolo, tra l'altro, potevano concorrere alla determinazione delle soglie legali individuate dagli artt. 2368 e 2369 c.c. ai fini della regolare costituzione dell'assemblea e della validità delle delibere, essendo "escluse dal computo le azioni prive del diritto di voto nell'assemblea medesima".

Con l'introduzione nell'ordinamento delle azioni a voto plurimo la predetta completezza del sistema, invero, appare minata da tale nuova categoria di azioni, poiché alla regolamentazione della loro disciplina non ha fatto anche seguito da parte del legislatore un opportuno adeguamento delle prescrizioni di legge sul computo dei *quorum* in presenza di azioni di tale genere.

⁴³¹ Si consideri il seguente caso: in una società con 100 azioni, 25 delle quali a voto triplo e 75 a voto singolo, se si ritiene che il computo dei *quorum* vada fatto secondo il *voting power* le azioni di categoria contano per 75 (25 x 3), viceversa varranno 25 se il criterio individuato è una quota del capitale sociale *tout court*.

In secondo luogo, dal tenore letterale degli artt. 2368 e 2369 c.c.⁴³² emerge con evidenza che il parametro di riferimento ai fini del calcolo dei *quorum* legali è rappresentato da una percentuale di capitale sociale: mentre detta circostanza non pare sollevare dubbi pratici quando l'azione esprime un voto singolo, potendo essere applicato integralmente il criterio di riferimento prescelto, nell'ipotesi di emissione di azioni a voto plurimo sovviene l'esigenza di verificare se le predette norme di legge, comunque improntate sul principio plutocratico secondo cui il peso del voto di ogni socio dipende dal numero di azioni di cui è titolare, possano continuare ad essere applicate conformemente al loro tenore letterale, ovvero abbisognino di un adeguamento alla nuova fattispecie.

Difatti, ad oggi, con l'introduzione del voto plurimo probabilmente la modalità di calcolo delle azioni ai fini della determinazione dei *quorum* legali, così come congegnata dal legislatore, non parrebbe essere più in grado di rispettare la parità di trattamento tra i soci, potendo di converso determinare talora una neutralizzazione del privilegio rappresentato dal voto plurimo, ovvero, in altre circostanze, persino una lesione del diritto di voto delle minoranze⁴³³. Esemplificando, infatti, potrebbe accadere che, ove la modalità di calcolo dei predetti *quorum* non fosse congegnata tenendo presente sia il complesso dei voti esprimibile da una sola azione, sia il rapporto di quest'ultima rispetto all'ammontare complessivo del capitale, il raggiungimento delle soglie ancorate dalla legge alla percentuale di capitale rappresentato in assemblea potrebbe subire un'accelerazione, proprio a causa del computo di tutti i voti esprimibili da una sola azione, piuttosto che dalle singole azioni rappresentate in assemblea, con la

⁴³² Gli artt. 2368 e 2369 c.c. prevedono più riferimenti al capitale sociale quale parametro per il calcolo dei quorum legali: l'art. 2368 c.c. al primo comma dispone, infatti, che "l'assemblea ordinaria è regolarmente costituita quando è rappresentata almeno la metà del capitale sociale", nonché al secondo comma che "l'assemblea straordinaria delibera con il voto favorevole di più della metà del capitale sociale"; l'art. 2369 c.c., al terzo comma recita "in seconda convocazione (...) l'assemblea è regolarmente costituita con la partecipazione di oltre un terzo del capitale sociale e delibera con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea".

⁴³³ Si tratta di aspetti affrontati più dettagliatamente nel successivo paragrafo.

conseguenza di depotenziare di fatto quella “minoranza” di capitale espressa da azioni a voto singolo, la cui presenza diverrebbe irrilevante.

Inoltre, sotto il profilo del controllo, questa incongruenza del sistema potrebbe generare una scissione tra la qualifica di controllante, parametrata al numero di voti esprimibile e l’effettivo potere di esercitare questa influenza a causa di un calcolo dei quorum che prescinde dal voto plurimo.

Per le esposte ragioni, quindi, sarebbe stato auspicabile da parte del legislatore della riforma un intervento chiarificatorio che, accanto alla legittimazione del voto plurimo, avesse tenuto in debito conto anche dette circostanze, attesi gli importantissimi risvolti pratici ad esso connessi: tuttavia, tale profilo è stato curato solo in riferimento alla fattispecie del voto maggiorato che interessa le società quotate. Difatti, l’art. 127-*quinquies*, comma 8, del t.u.f., pur facendo salva una diversa disposizione statutaria, stabilisce espressamente di dover computare la maggiorazione del diritto di voto (*voting power*) anche laddove il parametro di riferimento dei *quorum* costitutivi e deliberativi è rappresentato da un’aliquota del capitale sociale, così sollevando ogni dubbio in ordine al calcolo dei medesimi⁴³⁴. Uguale trattamento, invece, non è stato riservato alle società non quotate in relazione alla analoga fattispecie delle azioni a voto plurimo, pur non essendo mancato, invero, chi ha proposto l’applicazione analogica dell’art. 127-*quinquies*, comma 8, t.u.f., anche a queste ultime, affinché, ove emesse senza alcuna previsione statutaria in ordine al computo dei *quorum* costitutivi e deliberativi, questi possano essere calcolati tenendo conto della maggiorazione del voto connessa alle azioni⁴³⁵.

⁴³⁴ È opportuno considerare che, in relazione alle società quotate, il d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito in L. 11 agosto 2014, n. 116, ha modificato anche il primo comma dell’art. 120 t.u.f. prevedendo espressamente che “nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l’emissione di azioni a voto plurimo, per capitale si intende il numero complessivo dei diritti di voto”, accentuando con detta scelta normativa l’interesse a considerare il capitale in relazione alla misura del voto e non solo limitatamente al numero di azioni in circolazione.

⁴³⁵ In tal senso v., I. POLLASTRO, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 52.

3.2 La regolamentazione dei quorum da parte dell'autonomia privata: le soluzioni avanzate in dottrina

In conseguenza del predetto silenzio normativo, nonché sulla scorta di un'interpretazione condivisa, seppur non unanimamente, dalla dottrina, secondo cui i *quorum* legali disposti dagli artt. 2368 e 2369 c.c. possono essere derogati dall'autonomia privata⁴³⁶, anche laddove non espressamente previsto⁴³⁷, è stato ritenuto possibile rimettere ad una decisione assembleare la regolamentazione, con apposita clausola statutaria, di detti *quorum* in occasione dell'emissione di azioni a voto plurimo⁴³⁸.

Nel valutare gli spazi concessi all'autonomia statutaria può essere opportuno trattare separatamente il *quorum* deliberativo da quello costitutivo ed uguale accorgimento dovrebbe essere seguito anche dall'assemblea in sede di regolamentazione dei medesimi con apposita clausola statutaria.

Quanto al *quorum* costitutivo, dal cui calcolo sono espunte *ex lege* le azioni prive del voto poiché non in grado di incidere sulla formazione della volontà sociale, l'autonomia statutaria potrà incidere “in positivo” sulla fattispecie, valutando l'opportunità che, attraverso un'esplicita clausola, il parametro per il calcolo del medesimo sia ancorato ad aliquote del capitale sociale o ai voti concretamente esercitabili.

⁴³⁶ D'altro canto, pare potersi condividere l'idea che la materia in esame rientra nella piena disponibilità dell'autonomia negoziale, con conseguenziale libertà del consesso assembleare di determinarsi nel senso ritenuto maggiormente aderente alla propria volontà.

⁴³⁷ In tal senso v., *ex multis*, C. MONTAGNANI, *sub artt. 2368 – 2369*, in *Società di capitali, Commentario*, a cura di G. Niccolini- A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, I, 487; D. D'AIUTO, *sub 2368*, in *Codice commentato delle S.p.a.*, diretto da G. Fauceglia – G. Schiano di Pepe, Torino, 2007, II, 405.

⁴³⁸ Cfr. E. RIMINI, *Quorum assembleari*, cit., 89; ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 496; N. DE LUCA, *sub 2368-2369 c.c.*, in *Le società per azioni*, a cura di Campobasso, Cariello, Tombari, diretto da Abbadessa-Portale, Milano, 2016, 912.

In relazione al *quorum* deliberativo, invece, non avendo l'ordinamento previsto un "quoziente deliberativo minimo assoluto"⁴³⁹ per la valida assunzione di una delibera occorre prendere in considerazione soltanto le azioni effettivamente munite del voto in quella specifica riunione assembleare. Di conseguenza, il riferimento normativo non è ad un'aliquota di capitale, ma al capitale rappresentato in assemblea, presupponendosi in ambedue i casi sempre il capitale avente in concreto il diritto di voto.

L'autonomia statutaria, quindi, da un lato potrebbe assoggettare il calcolo dei *quorum* in presenza di azioni a voto plurimo alla stessa disciplina dettata dal legislatore in relazione al voto maggiorato, con una clausola dello stesso tenore letterale dell'art. 127 – *quinquies*, comma 8, t.u.f.⁴⁴⁰, dall'altro potrebbe disporre di computare la maggiorazione del voto solo nel calcolo del *quorum* deliberativo ma non per quello costitutivo⁴⁴¹, nonché disciplinare separatamente la modalità di calcolo dei *quorum* dell'assemblea ordinaria rispetto a quella straordinaria. A quest'ultima soluzione, ad esempio, si potrebbe ricorrere ove s'intendesse attribuire ai titolari delle azioni a voto multiplo un "potere rafforzato" in materia di nomina e revoca degli amministratori, ripristinando, invece, il principio di uguaglianza di voto, e quindi di potere, per le materie di competenza dell'assemblea straordinaria⁴⁴².

Quanto evidenziato dimostra, da una parte, l'interesse del legislatore al principio maggioritario in sé considerato, non in relazione al capitale sociale e

⁴³⁹ Come segnalato da G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 175. In argomento v., altresì, v., F. TASSINARI, *I quorum costitutivi e deliberativi*, in F. MAGLIULO – F. TASSINARI, *Il funzionamento dell'assemblea di S.p.a. nel sistema tradizionale*, Milano, 2008, 212 ss., 216, il quale in relazione alle società chiuse ritiene ammissibile prevedere statutariamente *quorum* deliberativi più bassi rispetto a quelli legali.

⁴⁴⁰ M. CIAN, *Capitale, proprietà, controlli*, cit., 1262; B. MASSELLA DUCCI TERI, *Appunti in tema di divieto*, cit., 749 s.

⁴⁴¹ La fattispecie inversa, invece, secondo taluna dottrina non sarebbe ammissibile poiché nelle ipotesi in cui il complesso di voti esprimibili è più che proporzionale rispetto alle singole azioni, la scelta di ancorare il *quorum* deliberativo al numero di azioni e non al numero di voti, si tradurrebbe in una neutralizzazione degli effetti della maggiorazione del voto nell'assunzione delle delibere. In tal senso v., M. CIAN, *Capitale, proprietà, controlli*, cit., 1262.

⁴⁴² Cfr. E. BARCELLONA, *sub 2351 comma 4 c.c.*, cit., 591.

quindi alla rappresentatività capitalistica⁴⁴³, quale principio regolatore dell'assunzione delle decisioni assembleari nelle società per azioni; dall'altra, che vi è un'assoluta duttilità relativa alla base di calcolo dei *quorum* deliberativi, che dovrà quindi ritenersi sussistente anche in relazione al campo delle azioni a voto plurimo⁴⁴⁴.

Esposte, quindi, le alternative concesse all'autonomia statutaria, bisogna interrogarsi sulla disciplina applicabile nelle ipotesi in cui, all'emissione di azioni con voto plurimo, non ha fatto anche seguito un'apposita clausola statutaria sulla regolamentazione delle modalità di calcolo dei *quorum* costitutivi e deliberativi in presenza di azioni di tal genere.

Parte della dottrina ha ritenuto che, in questa particolare circostanza, i *quorum* costitutivi e deliberativi delle assemblee debbano necessariamente essere tarati sul capitale, "in quanto (e come) dotato del diritto di voto (infatti se il voto plurimo non pesasse sui *quorum* perderebbe ogni sua rilevanza)"⁴⁴⁵: si predilige, quindi, il calcolo secondo una misura di capitale sociale che tenga conto (in aumento o in diminuzione) dei diritti di voto strutturalmente esercitabili⁴⁴⁶, non diversamente da quanto altra dottrina aveva già sostenuto rispetto ad altre categorie di azioni limitative del voto⁴⁴⁷.

⁴⁴³ G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 176 ss., che sul tema evidenzia l'irrilevanza del principio maggioritario capitalistico.

⁴⁴⁴ E. RIMINI, *Quorum assembleari*, cit., 90.

⁴⁴⁵ M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto*, cit., 940.

⁴⁴⁶ ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 496; E. BARCELLONA, *sub 2351 comma 4 c.c.*, cit., 591 ss., che tuttavia, in relazione al *quorum* rafforzato di cui all'art. 2369 comma 5 c.c., facendo salva la specifica *ratio* della disposizione che è quella di assicurare una condivisione qualificata di delibere particolarmente rilevanti, ritiene ragionevole riferirsi al capitale sociale *tout court*; N. DE LUCA, *sub 2368-2369 c.c.*, cit., 917. Sul punto è, invece, dubitativo P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 11 che sostiene la rilevanza del numero di voti solo nel computo del *quorum* deliberativo ma non per quello costitutivo.

⁴⁴⁷ Infatti, già prima della riforma dell'art. 2351, comma 4, c.c. attuata con il d.l. 91/2014 ed in riferimento alla fattispecie delle azioni a voto limitato o senza diritto di voto, la questione del computo dei *quorum* costitutivi e deliberativi in presenza di dette tipologie di azioni, era stata già in parte analizzata in dottrina e risolta nel senso che i *quorum* deliberativi dovessero essere calcolati considerando unicamente i voti esprimibili in assemblea. Si vedano in particolare: A. ANGELILLIS – M.L. VITALI, *sub art. 2351*, cit., 459, i quali sostenevano che ai fini del *quorum* deliberativo la maggioranza dovesse essere determinata "sulla base del numero dei voti espressi in assemblea, così come calcolati in forza delle clausole di limitazione del voto"; C.A. BUSI,

L'esposta soluzione pare condivisibile, laddove si presti attenzione alla scelta del legislatore di non computare nei *quorum* costitutivi e deliberativi le azioni istituzionalmente prive del diritto di voto: questa volontà pare essere perfettamente in linea con la circostanza che solo chi è munito del diritto di voto può intervenire in adunanza e pertanto può partecipare alla votazione sui punti posti all'ordine del giorno. Orbene, se detto ragionamento è corretto, non si vede perché lo stesso non dovrebbe essere sostenuto quando il diritto di voto non sia soppresso, ma non sia neanche singolo, bensì, doppio o triplo: se nel primo caso quelle azioni a buon diritto non possono concorrere alla determinazione dei *quorum* assembleari, non si vede perché gli azionisti a voto plurimo dovrebbero essere penalizzati in detto privilegio, finendo col pesare come gli azionisti a voto singolo.

Sul punto si è pronunciata anche la prassi notarile⁴⁴⁸ la quale, senza discostarsi dall'esposta e condivisa opinione dottrina, ha sostenuto che ai fini del calcolo, tanto dei *quorum* richiesti dalla legge, quanto di quelli predisposti dallo statuto, è necessario "sostituire" il numero delle azioni con il numero dei voti da ciascuna attribuiti: tale regola varrebbe, inoltre, tanto nell'ipotesi in cui la base di calcolo del *quorum* sia data dal capitale sociale in assoluto, tanto laddove la stessa sia costituita dal "capitale rappresentato"; viene, in ogni caso, fatto salvo il disposto degli artt. 2368, comma 3, c.c. e 2357-ter, comma 2, c.c.⁴⁴⁹.

Preme evidenziare che, di frequente, la produzione scientifica sul tema e la stessa prassi notarile citata hanno affrontato in modo unitario la problematica sulla determinazione dei *quorum* legali in presenza di azioni a voto plurimo, spesso

Assemblea e decisioni dei soci nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata, in *Trattato di diritto dell'economia*, diretto da E. Picozza e E. Gabrielli, Padova, 2008, 837.

⁴⁴⁸ CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Azioni a voto "diverso" e quorum assembleari*, Massima n. 144, in www.consiglionotarilemilano.it.

⁴⁴⁹ L'art. 2368, comma 3, c.c. disciplina la sorte delle azioni occasionalmente prive del diritto di voto, come quelle del socio moroso che, stante il disposto dell'art. 2344, comma 4, è impossibilitato ad esercitare il diritto di voto, pertanto le sue azioni possono essere computate solo nel calcolo del *quorum* costitutivo ma non per quello deliberativo, da cui sono espunte anche le azioni del socio in conflitto di interessi, ai sensi del quarto comma dell'art. 2368 c.c. L'art. 2357 - *ter*, comma 2, c.c., invece, sospende il diritto di voto delle azioni proprie, possedute dalla società emittente, sia in relazione al *quorum* costitutivo che deliberativo.

senza distinguere tra *quorum* costitutivo e deliberativo: tuttavia, laddove si volesse affrontare tale tematica sotto il profilo della tutela delle minoranze, verrebbe nuovamente in rilievo l'opportunità di scindere le sorti del *quorum* deliberativo da quello costitutivo, dal momento che, come più dettagliatamente illustrato nelle pagine che seguono, l'esigenza di tutelare le minoranze potrebbe indurre all'adozione di due differenti modalità di calcolo.

3.3 Gli effetti che l'esigenza di tutela delle minoranze può generare sulla determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi

Gli ampi spazi riconosciuti all'autonomia statutaria nella regolamentazione del calcolo dei *quorum* costitutivi e deliberativi possono essere sensibilmente limitati ed orientati verso una precisa soluzione, laddove sussista l'esigenza di tutelare gli azionisti rappresentanti una minoranza non di comando del capitale sociale.

Quanto al *quorum* deliberativo, non pare che la scelta di computare le azioni secondo il *voting power* sia discriminatoria delle ragioni della minoranza, anzi, è agevole osservare che, ove fosse convenuto diversamente, si danneggerebbe il socio titolare dell'azione a voto plurimo proprio nel privilegio connesso all'azione e questo danno avrebbe egual spessore, sia nel caso in cui l'azione speciale fosse posseduta da un azionista di minoranza, che da uno di maggioranza⁴⁵⁰.

Quanto al *quorum* costitutivo, invece, la risoluzione dei dubbi circa la rilevanza su di esso delle azioni a voto plurimo pare essere più complessa: se, infatti, si tenesse conto del *voting power* anche nel calcolo di questo *quorum* su un capitale composto, ad esempio, di 100 azioni di cui 25 a voto triplo e 75 ordinarie, sarebbe sufficiente la presenza del solo socio che detiene le 25 azioni di categoria (più un'azione ordinaria nel caso di assemblea straordinaria in prima

⁴⁵⁰ Cfr. M. CIAN, *Capitale, proprietà, controlli*, cit., 1262.

convocazione) per dirsi raggiunto il predetto *quorum*, così soddisfacendo sia quello costitutivo che deliberativo.

Nel diverso caso in cui si seguisse, in relazione al solo *quorum* costitutivo, l'opzione interpretativa secondo cui le azioni a voto multiplo pesano in funzione del capitale sociale *tout court* e non del *voting power*⁴⁵¹, sarebbe adottata una soluzione che risponde maggiormente alle esigenze sottese alla disciplina dei *quorum* assembleari, consentendo di raggiungere un equilibrio tra "l'esigenza di agevolare la formazione delle delibere e quella opposta di tutelare adeguatamente le minoranze"⁴⁵². Infatti, l'azionista titolare delle 25 azioni a voto plurimo, seguendo il predetto esempio, da solo non sarebbe in grado di garantire la corretta costituzione dell'assemblea ordinaria in prima convocazione, dovendosi andare in seconda convocazione, ove per l'appunto manca un *quorum* costitutivo, mentre per la straordinaria avrebbe sempre bisogno di essere accompagnato anche da azionisti a voto semplice.

Questa soluzione determina, pertanto, in relazione al *quorum* costitutivo, che la quota minima di capitale sociale funzionale ad assicurare il controllo nelle assemblee ordinarie e straordinarie delle società chiuse non sia più pari al 25%, ma al 33,3 %, in guisa che il socio *multiple voting* di una società chiusa non può da solo assumere alcuna decisione, finendo con l'essere sempre soggetto alla decisione degli azionisti a voto semplice di presiedere o meno all'adunanza, con la conseguenza di impedirne il regolare svolgimento⁴⁵³.

Il tema tende a complicarsi per l'adozione di quelle delibere cd. protette, ai sensi del quinto comma dell'art. 2369 c.c., per le quali la legge prevede, anche in seconda convocazione, un *quorum* rafforzato: difatti, per le materie indicate da detta disposizione il legislatore ha imposto che la valida adozione della delibera passi attraverso il consenso adottato dai 2/3 dei partecipanti all'assemblea, che però debbano rappresentare almeno 1/3 del capitale sociale. È evidente come,

⁴⁵¹ Così P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 11.

⁴⁵² G.F. CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*, a cura di M. Campobasso, Milano, 2015, 239.

⁴⁵³ Cfr. E. BARCELLONA, *sub 2351 comma 4 c.c.*, cit., 592 s.

anche per questa fattispecie, la scelta sul criterio in base al quale determinare i predetti *quorum* in presenza di azioni a voto plurimo possa comportare significative implicazioni pratiche per l'operatore chiamato a ricevere un deliberato o chiamato a giudicare della sua validità.

Orbene, se per il criterio del consenso dei 2/3 dei partecipanti all'assemblea può essere opportuno, per le ragioni innanzi esposte, fare riferimento al *voting power*, conformemente alla citata dottrina e prassi notarile, in relazione al secondo presupposto di partecipazione di 1/3 del capitale sociale, potrebbe forse essere ragionevole ipotizzare che si debba fare riferimento al capitale sociale *tout court*, attesa la *ratio* della norma di assicurare una condivisione qualificata di delibere particolarmente rilevanti⁴⁵⁴. Questa soluzione, infatti, parrebbe essere maggiormente rispondente ad una logica di tutela delle minoranze, soprattutto nel caso in cui il voto plurimo sia già nelle mani dei soci di maggioranza, in quanto, in questo caso, l'adozione del criterio del *voting power* potrebbe svilire integralmente di significato e quindi svuotare di contenuto il rafforzamento imposto dalla suddetta norma.

Fuori dalle predette considerazioni interpretative, corroborate dalla citata dottrina e prassi notarile, resta sempre salva la facoltà dei soci di prevedere nello statuto regole che si distanzino dal regime innanzi descritto, essendo la materia dei *quorum* disponibile da parte dell'autonomia statutaria purché siano rispettati i principi generali in tema di *quorum* costitutivi di cui agli artt. 2368 e 2369 c.c.

Un'ultima notazione in merito all'espressione del voto plurimo in assemblea e quindi, incidentalmente, alla determinazione del *quorum* deliberativo, concerne l'ammissibilità in presenza di voti multipli, dell'esercizio dei relativi diritti in modo divergente, questione già accennata per altri profili nel corso di questa trattazione⁴⁵⁵.

⁴⁵⁴ In tal senso v., E. BARCELLONA, *sub 2351 comma 4 c.c.*, cit., 593.

⁴⁵⁵ Il riferimento è alle considerazioni svolte nel terzo capitolo, alle quali si rinvia.

Degna di nota sul punto è la posizione di chi, riprendendo le argomentazioni di taluna dottrina⁴⁵⁶ in relazione alla inammissibilità del voto divergente in presenza di meccanismi di voto scalare, ha condiviso con questa l'assunto secondo cui nella predetta circostanza le azioni non verrebbero in rilievo quali frazioni omogenee, fungibili e, quindi, autonome, bensì andrebbero intese nel loro insieme alla stregua di una quota di partecipazione "unitaria"⁴⁵⁷.

Pertanto, spingendo il medesimo ragionamento all'ipotesi delle azioni munite di voto plurimo, detta dottrina ha sostenuto che il voto divergente sarebbe ammissibile relativamente alle diverse azioni che compongono il pacchetto azionario, non anche rispetto ai singoli voti plurimi esprimibili da ciascuna azione, escludendo pertanto la possibilità di "un indirizzo differenziato e distinto dei voti discendenti dalla titolarità di una stessa azione"⁴⁵⁸.

In conclusione, seguendo quest'impostazione, l'azionista a voto plurimo dovrà votare in modo unitario rispetto alla capacità di voto di ciascuna azione, mentre potrà esprimere il voto divergente solo in relazione alle singole azioni di cui sia titolare.

4. La tematica del diritto di recesso in caso di emissione di azioni a voto plurimo

Dopo aver tracciato sommariamente le posizioni avanzate sulla letteratura giuridica in merito all'impatto che l'emissione a voto plurimo può avere in merito alla delicata tematica dei *quorum* costitutivi e deliberativi, anche con riferimento alla tutela delle minoranze, va ora approfondita un'ulteriore questione, che si

⁴⁵⁶ P.G. JAEGER, *Il voto "divergente" nella società per azioni*, cit., 68 e 85.

⁴⁵⁷ È questa la posizione assunta più di recente da E. RIMINI, *Quorum assembleari*, cit., 96. Contrario al voto divergente nell'ambito della medesima azione è anche I. POLLASTRO, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 54.

⁴⁵⁸ In questi termini, E. RIMINI, *Quorum assembleari*, cit., 97.

colloca sempre sulla scia della tutela degli azionisti di minoranza: quella del diritto di recesso.

Difatti, l'effetto dirompente più volte sottolineato che le azioni a voto plurimo possono produrre sulla compagine sociale e, in particolare, l'effetto che può determinarsi sui soci che compongono la fascia più debole della società, impone di vagliare se dall'emissione di una categoria di azioni come quella in esame, scaturisca il diritto per i dissenzienti di uscire dalla compagine sociale con conseguenziale liquidazione della quota di partecipazione.

Non va, infatti, dimenticato che, dalla riforma del diritto societario del 2003, è emerso come nel sistema tratteggiato dal legislatore il diritto di *exit* costituisca il vero e principale strumento di tutela del socio di minoranza, configurandosi persino quale strumento di disinvestimento della partecipazione alternativo all'alienazione delle azioni, non sempre di agevole soluzione⁴⁵⁹.

4.1 Gli orientamenti della dottrina

La tematica del diritto di recesso nell'ambito del procedimento sull'emissione di azioni a voto plurimo, ha incontrato l'interesse di gran parte della dottrina che si è interrogata, nel silenzio della legge, sulla possibilità di riconoscere tale diritto anche in caso di emissione di azioni a voto plurimo, in favore del socio che non ha concorso all'assunzione della relativa delibera⁴⁶⁰.

⁴⁵⁹ Cfr. P. PISCITELLO, *sub 2437 c.c.*, in *Le società per azioni*, a cura di Campobasso, Cariello, Tombari, diretto da Abbadessa-Portale, Milano, 2016, 2498 s.

⁴⁶⁰ Per il corretto inquadramento dell'istituto del recesso e della disciplina ad esso applicabile, ivi compresa l'analisi degli effetti scaturenti dall'esercizio del diritto medesimo v., tra i tanti, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, cit., 495 ss.; D. GALLETTI, *sub 2437 c.c.*, in *Codice commentato delle società*, a cura di Abriani e Stella Richter jr., 2010, 1620 ss.; A. PACIELLO, *sub artt. 2437-2437-sexies c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini- A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, I, 417 ss.; G. MARASÀ, *sub art. 2437*, in *Commentario romano al diritto delle società*, diretto da D'Alessandro, vol. II, Padova, 2011, 775; M. STELLA RICHTER, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 389 ss.; P. PISCITELLO, cit., 2495 ss.

Ciò che ha costituito oggetto d'indagine, in via preliminare, è stata sicuramente la problematica in ordine alla spettanza o meno del diritto, seguita dalla necessità di individuare in quale frangente del procedimento di emissione delle azioni a voto plurimo si collochi il suo eventuale esercizio; se, in buona sostanza, detto diritto possa già essere riconosciuto in occasione della delibera di modifica dello statuto che introduce la clausola sull'emettibilità di azioni a voto plurimo, concretamente differita ad un momento successivo; o se, viceversa, esso possa essere esercitato solo in occasione della delibera di aumento del capitale con emissione di azioni a voto plurimo, da parte dei soci che si siano astenuti dalla votazione o che siano stati assenti o dissenzienti.

La norma sul diritto di recesso, intorno alla quale la dottrina ha concentrato maggiormente l'attenzione, è rappresentata dall'art. 2347, comma 1, lett. g), c.c., secondo cui spetterebbe il diritto di recesso, per tutte o parte delle azioni possedute, ai soci che non hanno concorso - perché assenti, dissenzienti o astenuti - alle delibere riguardanti le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto.

Il diritto di recesso è considerato quale equo bilanciamento al principio maggioritario, da cui è retto il funzionamento della società per azioni ed in virtù del quale il volere della minoranza viene sottomesso a quello della maggioranza, sicché si consente al socio, che si veda imposta la modifica delle basi essenziali dell'organizzazione, di liquidare il proprio investimento, uscendo così dalla compagine sociale⁴⁶¹.

Il primo aspetto sul quale la dottrina si è soffermata è stato proprio quello di indagare l'eventuale coinvolgimento di detta disposizione in occasione quelle delibere che introducono la categoria delle azioni a voto plurimo - che, come visto, non si sottraggono al principio maggioritario che regola le società di capitali -

⁴⁶¹ In giurisprudenza v., Cass., 8 novembre 2005, n. 21641 in *Riv. dir. comm.*, 2005, 279. Sulla centralità del principio maggioritario nella s.p.a. con impossibilità di convenire statutariamente l'unanimità per l'approvazione delle deliberazioni assembleari, ovvero maggioranze così elevate da equivalere sostanzialmente all'unanimità, v., *ex multis*, C. MONTAGNANI, *sub artt. 2368 - 2369*, cit., 488; F. GALGANO, *Diritto commerciale*, cit., 283; N. ABRIANI, *L'assemblea*, in *Le società per azioni*, Trattato Cottino, Padova, 2010, IV, t. 1, 477; F. PASQUARIELLO, *sub artt. 2368-2369*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, I, Padova, 2005, 466.

interrogativo rispetto al quale, allo stato dei fatti, non può dirsi esistente una posizione concorde in dottrina, essendo state avanzate ed autorevolmente sostenute sia la tesi negativa, che quella positiva.

La spettanza del diritto di recesso, nell'ipotesi di emissione di azioni a voto plurimo, è stata sostenuta sulla scorta di un'evidente capacità di tale deliberazione di incidere sul diritto di voto, in guisa da potersi ritenere verificato il presupposto richiesto dalla norma sopracitata, pur non essendovi concordanza di opinioni sul momento di maturazione del diritto medesimo⁴⁶².

In relazione a tale ultimo aspetto, è stato da taluni correttamente evidenziato che il diritto di recesso non potrebbe che sorgere già all'atto della modifica dello statuto, con introduzione della clausola che prevede l'emissione della categorie di azioni a voto plurimo⁴⁶³: quest'interpretazione risponderebbe perfettamente al tenore letterale dell'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c., che testualmente fa riferimento alla delibera di modifica dello statuto, quale vicenda a sé stante che legittima l'esercizio del diritto di recesso ed indipendente rispetto alla decisione successiva che dà concreta esecuzione alla volontà sociale, quale potrebbe essere, ad esempio, la delibera di aumento oneroso del capitale sociale con emissione di azioni a voto plurimo.

A questa argomentazione potrebbe sollevarsi un'obiezione di carattere pratico rappresentata dalla difficoltà di immaginare che, nella prassi, alla modifica dello statuto non faccia seguito, in un breve lasso di tempo, anche la concreta emissione delle azioni, mediante, ad esempio, l'offerta di aumento oneroso del capitale sociale, con la conseguenza di eliminare, in parte, la necessità di distinguere il momento a partire dal quale sorge il diritto di recesso, vista la consequenzialità che sussiste tra le due decisioni.

⁴⁶² G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate*, cit., 159; M. LIBERTINI, in M. LIBERTINI – C. ANGELICI, *Un dialogo*, cit., 1, 33; P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 7; E. BARCELLONA, *sub 2351 comma 4 c.c.*, cit., 585; A. GENOVESE, *Introduzione delle azioni a voto plurimo e recesso*, in *RDS*, 2015, 796 s., che evidenzia l'assenza di una problematica sulla sussistenza o meno del diritto di recesso nel momento costitutivo della società.

⁴⁶³ M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto*, cit., 938;

Di contro, tuttavia, pare potersi ritenere ammissibile, in quanto non in contrasto con alcun divieto di legge, che i due momenti, quello della modifica dello statuto e dell'emissione delle azioni, non siano contestuali o comunque ravvicinati tra loro: nel qual caso il diritto di recesso sorgerebbe, comunque, già al momento dell'introduzione in statuto della clausola sull'emissione delle azioni a voto plurimo e, quindi, anteriormente alla delibera di aumento del capitale che ne dà concreta attuazione⁴⁶⁴.

Seguendo questo orientamento, quindi, non avrebbe alcuna finalità obiettare a quanto evidenziato che la mera previsione in statuto della futura emettibilità di azioni a voto plurimo non sia in grado, per se sola, di alterare gli equilibri tra gli attuali soci, in quanto idonea esclusivamente a programmare un futuro cambiamento che diverrebbe attuale solo al momento della concreta emissione delle azioni: difatti, la modifica statutaria in parola costituisce già un evento annoverabile tra quelli menzionati dal predetto art. 2437, comma 1, lett. g), c.c., atteso che rappresenta una rilevante alterazione delle regole organizzative sul diritto di voto.

Di converso, non sono mancate voci che, pur favorevoli al riconoscimento del diritto di recesso, hanno sostenuto che questo possa maturare solo per effetto della concreta emissione delle azioni a voto plurimo⁴⁶⁵.

È appena il caso di osservare che, invero, la problematica sulla spettanza o meno del diritto di recesso in questa particolare ipotesi risulta essere di ampio respiro e, soprattutto, non segue in letteratura un unico filone argomentativo o, almeno, non solo quello relativo al momento temporale, il quale consentirebbe solo di discernere tra modifica dello statuto e concreta emissione delle azioni di specie.

Difatti, altro approccio di particolare spessore nella risoluzione della questione è quello adottato da taluni Autori che paiono fornire una diversa chiave di lettura, partendo dall'analisi del disposto dell'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c.,

⁴⁶⁴ M. SAGLIOCCA, *ibidem.*; A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Le azioni*, cit., 1055.

⁴⁶⁵ P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 8; A. GENOVESE, cit., 798, la quale ritiene la mera modifica statutaria di per sé inidonea ad incidere in concreto sui diritti di voto dei soci.

nell'inciso "modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto"⁴⁶⁶: questo *modus argumentandi* non è nuovo in dottrina, fondando le sue radici in una tradizionale elaborazione del concetto di modifica cristallizzato nella norma, ed in particolare dovendosi chiedere se per essa debba intendersi solo quella diretta o anche quella indiretta.

Così ragionando, dunque, il distinguo in ordine alla sussistenza o meno del diritto di recesso in caso di emissione di azioni a voto plurimo potrebbe correttamente discendere dall'indagine volta a dimostrare se la norma in questione sia atta a tutelare il socio assente, dissenziente o astenuto da deliberazioni che incidono non solo direttamente, ma anche indirettamente sul diritto di voto, tra le quali parrebbe rientrarvi anche l'emissione di azioni a voto plurimo.

Stando ad un'interpretazione restrittiva della disposizione⁴⁶⁷, secondo cui le modifiche rilevanti ai fini del recesso sarebbero solo quelle che incidono direttamente sui diritti di voto dei soci, modificandoli, l'emissione di azioni a voto plurimo non legittimerebbe il riconoscimento del diritto di recesso, perché le uniche idonee in tal senso sarebbero quelle "che incidono pariteticamente, sia sul piano qualitativo che quantitativo, sul diritto di voto di ciascun socio"⁴⁶⁸.

Di converso, l'interpretazione estensiva della disposizione, con conseguente riconoscimento del diritto di recesso anche alle modifiche che solo indirettamente possono incidere sul diritto di voto, legittima l'esercizio del diritto di *exit* in caso

⁴⁶⁶ Cfr. ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 494; C.F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato*, cit., 804 s; A. GENOVESE, cit., 793 s.

⁴⁶⁷ In questo senso v., V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 295; G. MARASÀ, *sub art. 2437*, cit., 784; V. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, a cura di P. Abbadessa – G. B. Portale, III, Torino, 2007, 228.

⁴⁶⁸ In questi termini si è pronunciata una recente giurisprudenza, Trib. Roma, 30 aprile 2014, in www.ilcaso.it che, in riferimento all'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c., ha condiviso l'interpretazione restrittiva della norma per ragioni di coerenza sistematica, sicché solo le deliberazioni aventi ad oggetto, ad esempio, l'introduzione di limiti quantitativi all'esercizio del diritto di voto, come il tetto massimo, o del voto a scalare, in quanto modifiche che hanno direttamente ad oggetto la modificazione dei diritti di voto dei soci, consentono l'attribuzione del diritto di recesso ai soci che non hanno concorso alla deliberazione medesima. Nello stesso senso v. Trib. Perugia, 29 febbraio 2008, in *Giur. Comm.*, 2010, II, 304; G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 217.

di emissione di azioni a voto plurimo, poiché i titolari delle altre azioni si trovano di fatto a vedere diminuito il proprio potere di voto rispetto a quello dei titolari delle nuove azioni speciali⁴⁶⁹.

Seguendo questo filone interpretativo, quindi, il diritto di recesso in caso di emissione di azioni a voto plurimo spetterebbe ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c., poiché questa norma è atta a tutelare anche le modificazioni indirette del diritto di voto che sono quelle che discendono, per l'appunto, dall'ammissibilità della maggiorazione del voto.

Tuttavia, ad onore del vero, anche su quest'ultimo aspetto manca un'unanimità di opinioni in letteratura: merita di essere segnalata, infatti, la posizione di chi ha alterato i termini del rapporto tra voto plurimo e modifica indiretta, giungendo a sostenere che “la previsione di emettere azioni a voto plurimo integra una modifica statutaria che incide necessariamente e direttamente sui diritti di voto dei soci titolari di altre azioni ordinarie o depotenziate” e per questo il diritto di recesso, ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g) c.c., sussisterebbe in via diretta, sgombrando così il campo da una possibile interpretazione estensiva della norma al fine di coinvolgere anche le modificazioni indirette dei diritti di voto⁴⁷⁰.

In posizione antitetica si colloca altra parte della dottrina, che nega la spettanza del diritto di recesso in caso di emissione di azioni a voto plurimo, sul presupposto che il disposto dell'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c., non riguarda l'attribuzione del diritto di voto o il modo in cui è ripartito tra gli azionisti, bensì il suo concreto esercizio; sicché, dal momento che le azioni a voto plurimo concernono solo una modalità di ripartizione del diritto di voto, per lo più di carattere numerico, ma non sono atte ad incidere sull'esercizio dei diritti di voto in

⁴⁶⁹ L'interpretazione estensiva della disposizione è sostenuta da A. PACIELLO, cit., 1114; A. DACCÒ, *Il recesso nelle spa*, in *Le nuove spa*, diretto da O. Cagnasso – L. Panzani, Bologna, 2011, 1414. V., altresì, M. LIBERTINI, in M. LIBERTINI – C. ANGELICI, *Un dialogo*, cit., 10, in cui sono riportati i termini della questione tra interpretazione restrittiva ed estensiva della norma in esame, come formulati dai due Autori.

⁴⁷⁰ A. GENOVESE, cit., 794, e nei medesimi termini, ID., in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, 72.

senso ampio, si conclude nel senso che non possa sussistere alcun diritto di recesso⁴⁷¹.

La richiamata disposizione, invero, tutela l'azionista in presenza di vicende che modificano le condizioni di rischio del suo investimento: pertanto, applicare detta norma anche alla fattispecie in esame significherebbe fornire un'interpretazione estensiva della disposizione, che finirebbe per riferirsi anche ai problemi riguardanti i rapporti tra diverse categorie di azioni⁴⁷².

È stato quindi sostenuto, in particolare, che il diritto di recesso non sussisterebbe, né quando viene adottata la clausola statutaria che ne consente l'emissione, né al concreto verificarsi di quest'ultima, poiché l'unico effetto che consegue all'emissione di detta nuova categoria di azioni è una modifica indiretta che è certamente idonea ad incidere sul rango delle diverse categorie già in circolazione, ma non presenta i presupposti per la sussistenza del diritto di recesso nei termini innanzi esposti⁴⁷³.

Sotto altro aspetto, ed in particolare dalla comparazione dei similari istituti del voto maggiorato e del voto plurimo, l'esclusione del diritto di recesso potrebbe essere argomentata, altresì, sulla scorta dell'atteggiamento adottato dal legislatore della riforma in riferimento al voto maggiorato nelle società quotate: difatti, l'art. 127-*quinquies*, comma 6, del t.u.f. espressamente esclude l'attribuzione del diritto di recesso, ai sensi dell'art. 2437 c.c.

A rigore di logica, tuttavia, questa osservazione potrebbe essere interpretata anche *a contrario* e, quindi, in senso favorevole alla tesi positiva sul diritto di recesso: il silenzio del legislatore in riferimento alle azioni a voto plurimo per le società chiuse, infatti, potrebbe proprio essere indice della spettanza del diritto in questione.

⁴⁷¹ C. ANGELICI, in M. LIBERTINI – C. ANGELICI, *Un dialogo*, cit., 5 s.; P. MONTALENTI, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo*, cit., 225; P. MARCHETTI, *Commento all'art. 20*, cit., 11.

⁴⁷² Così C. ANGELICI, in M. LIBERTINI – C. ANGELICI, *Un dialogo*, cit., 5, che esclude che la norma in questione possa riguardare i temi dei rapporti tra le diverse categorie azionarie.

⁴⁷³ In tal senso v. P. MARCHETTI, *Commento all'art. 20*, cit., 11. Nei medesimi termini ma in riferimento ad una modifica non indiretta bensì di fatto, v. M. VENTORUZZO, *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1067.

Non è mancato, tuttavia, chi ha velatamente screditato il richiamo alla argomentazione di tipo letterale, dimostrando che, sia che la vicenda venga letta in favore, che contro la sussistenza del diritto di recesso, sussistono degli elementi di “disturbo” che diluiscono notevolmente le affinità tra le due fattispecie del voto plurimo e del voto maggiorato, al punto tale da far ritenere il dato di raffronto non particolarmente indicativo⁴⁷⁴.

Da una parte, infatti, è stata evidenziata la comunanza di *ratio* tra i due istituti, caratterizzata dallo scopo di incentivare la scelta di quotazione delle società in capo a chi le controlla⁴⁷⁵, a cui, tuttavia, viene contrapposta una forte divergenza tra gli stessi sotto altri profili, quali la circostanza che solo il voto plurimo nelle s.p.a. chiuse dà luogo ad una categoria di azioni, con la conseguenza che non potrebbe sostenersi aprioristicamente né che l’impatto in termini di diritti di voto e partecipazione sia analogo in entrambe i casi⁴⁷⁶, né che la norma prevista per le società quotate abbia carattere dispositivo e non meramente “dichiarativo”⁴⁷⁷.

Vi è, infine, da considerare che il diritto di recesso, della cui ammissibilità si discute, essendo ascritto al disposto della lettera g) del primo comma dell’art. 2437 c.c., in quanto effetto di una modifica concernente i diritti di voto, rientra nel novero delle ipotesi inderogabili di recesso: di conseguenza, laddove fosse condiviso l’orientamento favorevole, lo stesso non potrebbe essere né modificato, né eliminato convenzionalmente, con apposita disposizione statutaria.

⁴⁷⁴ Cfr., A. GENOVESE, cit., 791 ss.; E. BARCELLONA, *sub 2351 comma 4 c.c.*, cit., 585.

⁴⁷⁵ A. GENOVESE, *ibidem*, in particolare nt. 5.

⁴⁷⁶ In argomento v., A. GENOVESE, *op. ult. cit.*, 793, secondo cui è sostenibile l’esclusione del recesso nel caso del voto maggiorato e non in quello plurimo dal momento che la prima regola organizzativa produce una modificazione dei diritti di voto e di partecipazione solo “relativa”, perché destinata ad operare selettivamente solo fino a quando i soci che hanno maturato la maggiorazione non la perdano con la rinuncia o l’alienazione della partecipazione. Da qui la minore invasività del voto maggiorato rispetto a quello plurimo, nonostante ambedue gli istituti siano idonei ad incidere sulle dinamiche del rapporto tra azionisti di comando e minoranze non di controllo.

⁴⁷⁷ E. BARCELLONA, *sub 2351 comma 4 c.c.*, cit., 585.

4.2 Il diritto di opzione quale possibile tutela dell'azionista di minoranza dall'introduzione del voto plurimo mediante aumento oneroso del capitale sociale

Pur consci dell'ampiezza del dibattito e della difficoltà concreta di giungere all'individuazione di un orientamento che possa dirsi prevalente, peccerebbe di incompletezza la trattazione sul tema del diritto di recesso in caso di emissione di azioni a voto plurimo, laddove non si prestasse attenzione ad un ulteriore aspetto: nella dottrina sul tema le considerazioni sulla tutela della minoranza in ipotesi di emissione di azioni a voto plurimo hanno coinvolto anche l'istituto del diritto di opzione, il più delle volte in correlazione con la condivisione dell'assunto secondo cui il diritto di recesso non potrebbe maturare nel caso in esame.

Il diritto di opzione, che trova la sua regolamentazione nell'art. 2441 c.c., consente a ciascun socio la possibilità di partecipare ad un'operazione di aumento oneroso del capitale sociale mediante sottoscrizione di un numero di azioni di nuova emissione, offerto al singolo azionista in misura proporzionale alla percentuale di capitale da questi posseduta⁴⁷⁸.

Si è già avuto modo, nel corso di questa trattazione, di valutare l'aumento oneroso quale operazione strumentale all'emissione di azioni a voto plurimo, soffermandosi anche sulla sua legittimità, ove attuata con esclusione o limitazione dell'opzione; tuttavia, in tal sede, il richiamo a questa fattispecie, lungi dal ripercorrere quelle problematiche già evidenziate, viene effettuato per porre l'accento sull'idoneità del predetto istituto a fornire un'adeguata tutela agli azionisti di minoranza, tutela che, ove dimostrata, potrebbe perfino porre in disparte l'esigenza di riconoscere il diritto di recesso, e che si fonda sul più agevole

⁴⁷⁸ Sull'inquadramento e la natura giuridica del diritto di opzione v., *ex multis*, E. GINEVRA, *sub 2441 c.c.*, in *Le società per azioni*, a cura di Campobasso, Cariello, Tombari, diretto da Abbadessa-Portale, Milano, 2016, 2614 ss.; S.A. CERRATO, *sub 2441 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, 1537 ss.; P. MARCHETTI, *Gli aumenti di capitale*, in *Il nuovo ordinamento delle società*, Napoli, 2003, 275 ss.; G. FRÈ, *Società per azioni*, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja-Branca, Roma-Bologna, 1982, 792 ss.

presupposto dell'offerta delle azioni a voto plurimo in misura proporzionale tra tutti i soci, nel pieno rispetto del diritto di opzione.

Come esaminato, l'elemento che induce la dottrina favorevole a riconoscere il diritto di recesso in caso di emissione di azioni a voto plurimo è rappresentato da una modifica delle condizioni degli azionisti in relazione al potere decisionale attribuito a ciascuno di essi: è una considerazione piuttosto agevole quella che discende dal numero di voti in concreto attribuiti, dal momento che più voti si possiedono, maggiori sono le capacità di influenzare una decisione assembleare: ed in tal senso militano anche le affermazioni pocanzi svolte sul computo dei *quorum* costitutivi e deliberativi.

Questa preoccupazione, a rigore di logica, non avrebbe luogo di esistere ogni qual volta l'introduzione delle azioni a voto plurimo sia funzionale ad un determinato progetto che miri ad agevolare tutti gli azionisti, senza distinzioni di sorta: si pensi, ad esempio, all'operazione di annullamento di tutte o un certo numero di azioni ordinarie con sostituzione a queste di azioni a voto plurimo assegnate in conformità alle percentuali di possesso azionario⁴⁷⁹.

In eguali termini potrebbe ragionarsi, quando l'operazione di introduzione del voto plurimo sia l'aumento del capitale a pagamento.

Infatti, indipendentemente dal momento in cui sono emesse le azioni a voto plurimo, se contestualmente o successivamente all'introduzione nello statuto della clausola che ne legittima l'emissione, ed a prescindere dalla valutazione sulla modifica diretta o indiretta del diritto di voto avanzata dalla dottrina, risulta evidente che allorquando le azioni a voto plurimo siano offerte in opzione a tutti gli azionisti, al di là di una votazione espressa a maggioranza piuttosto che all'unanimità, non sussisterebbe nessuna condizione di squilibrio tale da legittimare una tutela dell'azionista che non ha concorso alla sua assunzione,

⁴⁷⁹ Sul punto v., P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 6, secondo cui in detta ipotesi non si dovrebbe proprio ritenere integrata la condizione di contenuto e di effetto della modifica statutaria deliberata a maggioranza che, incidendo sui diritti di voto, legittima il socio di minoranza a recedere.

perché il peso specifico di ciascun socio resterebbe inalterato, laddove l'aumento fosse integralmente sottoscritto da tutti⁴⁸⁰.

A ben vedere, forse, la medesima considerazione risulterebbe ugualmente fondata anche nel caso contrario, laddove, cioè, l'aumento non fosse sottoscritto da tutti gli azionisti: avendo infatti avuto tutti l'opportunità di partecipare all'operazione nella misura a ciascuno spettante, la mancata sottoscrizione delle nuove azioni sarebbe ascrivibile solo ad una decisione personale del socio.

Orbene, una presa di coscienza di tale aspetto potrebbe indurre a ritenere che il diritto di opzione costituisce una tutela idonea nel caso di specie⁴⁸¹, al punto da poter forse distrarre l'attenzione dalla più articolata fattispecie del diritto di recesso.

La questione, più complessa di quanto possa sembrare in apparenza, ha avuto ampi riscontri in dottrina anche in seguito ad un dibattito di particolare pregio sorto, all'indomani dell'entrata in vigore della riforma del 2014, tra due Autori, Carlo Angelici e Mario Libertini, ed oggetto di una corrispondenza epistolare alla quale successivamente è stata data pubblicazione⁴⁸².

L'equiparazione del diritto di opzione con il diritto di recesso, nei termini qui avanzati, e segnatamente nella prospettiva per cui l'aumento di capitale con diritto di opzione per tutti i soci è equivalente al diritto di recesso, viene fortemente smentita dal Libertini, il quale, in particolare, non condivide l'assunto per cui la sottoscrizione da parte di tutti gli azionisti della quota di propria competenza pone al riparo i medesimi dagli effetti diluitivi dell'aumento⁴⁸³.

In tal sede pare potersi concordare con la posizione dell'Autore sul punto, nonché condividere, in particolare, la sintetizzazione delle differenze esistenti tra

⁴⁸⁰ Sul punto v., M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto*, cit., 939; M. VENTORUZZO, *Modifiche di diritto*, cit., 1068, il quale pare giungere alle medesime conclusioni, seppur indirettamente, dimostrando in via esemplificativa come non possa essere condivisa l'opinione (il riferimento è a M. Libertini di cui *infra*) secondo cui l'aumento di capitale con emissione di azioni a voto plurimo comunque riduce il peso relativo del voto dell'azionista di minoranza, anche nel caso in cui questi eserciti il diritto di opzione.

⁴⁸¹ In questi termini v., M. VENTORUZZO, *Modifiche di diritto*, cit., 1068.

⁴⁸² M. LIBERTINI - C. ANGELICI, *Un dialogo*, cit., 1 ss.

⁴⁸³ Cfr. M. LIBERTINI, in M. LIBERTINI - C. ANGELICI, *ibidem*.

i due istituti da questi brillantemente fornita in poche righe: “L’esercizio del diritto di opzione comporta un esborso per l’azionista sottoscrittore, senza concrete possibilità di ritorno, se questi rimane estraneo al gruppo di controllo (...). L’esercizio del diritto di recesso dà luogo, al contrario, ad un credito dell’azionista di minoranza (per di più oggi garantito dai criteri dell’art. 2437-ter c.c.) e capovolge il risultato economico dell’operazione (l’esborso è a carico della società, cioè in pratica di chi ne detiene il controllo)”⁴⁸⁴.

Il dibattito tra detti Autori, passando anche attraverso un confronto sull’inquadramento delle disposizioni degli artt. 2441 c.c. che l’art. 2437, lett. g) c.c. in termini di norme dal carattere generale o speciale tra loro⁴⁸⁵, consente di ragionare sui possibili punti di incontro sussistenti tra diritto di recesso e la disciplina dell’opzione, con il conforto delle argomentazioni che seguono, proposte anche da altra parte della dottrina.

In particolare, va tenuta in debito conto l’affermazione conclusiva al dibattito, secondo cui il diritto di recesso sussiste in caso di introduzione *ex novo* in statuto della possibilità di emettere azioni a voto plurimo - indipendentemente dal fatto che a tale modifica segua anche la delibera di aumento del capitale - e che quindi le successive delibere di aumento non possono in via autonoma dar luogo al diritto di recesso, ma solo “ai rimedi invalidativi rafforzati di cui all’art. 2441 c.c.”⁴⁸⁶.

Da queste conclusioni emerge che i due istituti in esame producono effetto in due momenti cronologicamente distinti: tale differenza dovrebbe, da sola, dimostrare la difficile equiparazione dei medesimi in termini di tutela degli azionisti di minoranza.

Sempre in argomento ed a completamento di detto discorso, muovono talune considerazioni relative all’operazione di aumento, in particolare la possibilità che

⁴⁸⁴ Così M. LIBERTINI, in M. LIBERTINI – C. ANGELICI, *op. ult. cit.*, 2 s.

⁴⁸⁵ M. LIBERTINI - C. ANGELICI, *op. ult. cit.*, 11,15.

⁴⁸⁶ Così M. LIBERTINI, in M. LIBERTINI – C. ANGELICI, *op. ult. cit.*, 33.

questa sia congegnata nel rispetto del diritto di opzione di tutti i soci o con esclusione o limitazione del medesimo.

Sul punto è condivisibile l'opinione di chi ha ritenuto sussistente il diritto di recesso anche nell'ipotesi in cui l'aumento sia offerto in opzione a tutti i soci⁴⁸⁷. In questa circostanza emerge con evidenza che il diritto di recesso tutela i soci rispetto ad una modifica statutaria concernente i diritti di voto e da essa è legittimato; quello di opzione, viceversa, garantisce solo l'offerta proporzionale delle azioni.

Orbene, non sarebbe corretto immaginare che non ci sia bisogno di concedere il diritto di recesso perché gli azionisti, sottoscrivendo la quota di propria competenza, sarebbero in grado di porsi al riparo dagli effetti diluitivi dell'aumento: questa sarebbe una valutazione certificabile solo *ex post*, una volta che i termini per l'esecuzione dell'aumento siano scaduti, mentre la disciplina sul diritto di recesso vuole che questo sia esercitato a far data dalla mancata adesione ad una delibera modificativa dello statuto.

Non è mancato, in argomento, chi ha sostenuto l'ammissibilità del diritto di recesso dimostrando che l'insufficienza del disposto dell'art. 2441 c.c. al caso di specie è comprensibile, ove si presti attenzione alla differenza che sussiste tra una ricapitalizzazione della società attuata mediante aumento con emissione di azioni ordinarie o eventualmente a voto depotenziato ed uno con emissione di azioni a voto plurimo⁴⁸⁸. In quest'ultima ipotesi, si sarebbe al cospetto di una "fattispecie societaria composita che non può trovare solo nell'art. 2441 c.c. esaustiva disciplina in punto di tutela del socio"⁴⁸⁹. Tuttavia, la stessa Autrice, conclude riconoscendo che, dal punto di vista operativo ed in relazione alla singola azione, gli strumenti di tutela individuati, diritto di recesso e diritto di opzione, sono tra loro inconciliabili, escludendosi a vicenda ed auspicando, piuttosto, la possibilità

⁴⁸⁷ P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 7, la cui opinione si fonda per lo più sull'unicità di contesto tra modifica statutaria e delibera di aumento con emissione delle azioni a voto plurimo.

⁴⁸⁸ A. GENOVESE, cit., 799 ss.

⁴⁸⁹ In tali termini, A. GENOVESE, cit., 800 s.

di cumulare più strumenti di tutela a scelta del socio, nei modi e nei tempi previsti dallo statuto o dalla delibera di aumento di capitale.

In riferimento all'ipotesi dell'aumento con esclusione o limitazione del diritto di opzione, in tal sede si pone in via dubitativa e quale mero spunto di riflessione la seguente considerazione: le ragioni che ai sensi dell'art. 2441 c.c. legittimano la deroga al diritto di opzione proporzionale di ciascun socio paiono collocarsi a monte della questione sulla spettanza o meno del diritto di recesso, atteso che seguono esigenze sociali per le quali già il legislatore ha individuato un percorso "preferenziale" che, a parere di chi scrive, non sembra suscettibile di essere intaccato dal tipo di azioni emesse a fronte dell'aumento.

Sicché, in conclusione, le considerazioni svolte a più ampio raggio sui rapporti tra diritto di opzione e recesso, non potrebbero dirsi alterate o messe in discussione al punto tale da essere modificate in altro senso, nel diverso caso in cui l'interesse sociale porti all'adozione di una delibera ai sensi dei commi 4, 5 e 8 dell'art. 2441 c.c.⁴⁹⁰

4.3 Uno sguardo alla giurisprudenza in tema di modifica dei quorum deliberativi ed esercizio del diritto di recesso

Pur avendo manifestato, nel corso di detta trattazione, una posizione di favore verso l'ammissibilità del diritto di recesso nel caso dell'introduzione delle azioni a voto plurimo, nonché, in riferimento alle differenze sostanziali sussistenti tra diritto di opzione e diritto di recesso - tali da renderli inequivalenti sotto il profilo della tutela degli azionisti di minoranza -, in tal sede si ritiene opportuno volgere l'attenzione alle posizioni che ha assunto la recente giurisprudenza sul tema del diritto di recesso in caso di modifica dei *quorum* per l'assunzione delle delibere assembleari.

⁴⁹⁰ In argomento v., M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto*, cit., 939.

L'interesse verso queste tematiche trae spunto dalle considerazioni svolte nelle precedenti pagine circa gli effetti e le conseguenze che l'introduzione in statuto delle azioni a voto plurimo e, quindi, la successiva emissione delle medesime, è in grado di determinare sulla modalità di calcolo dei *quorum* assembleari.

Nel corso di questa trattazione si è avuto modo di osservare che, sulla scorta dell'asserita capacità dei *quorum* legali di tutelare la minoranza solo nella particolare circostanza in cui ad ogni azione sia attribuito un voto, nonché, dell'esigenza pratica di non rendere del tutto vana l'attribuzione ad un socio di un coefficiente di voto maggiore – circostanza che potrebbe di fatto verificarsi ove, ad esempio, non si tenesse conto del voto plurimo nella determinazione del *quorum* deliberativo – la maggioranza della dottrina, avallata anche dalla prassi notarile, è giunta a dimostrare che, ai fini del calcolo tanto dei *quorum* richiesti dalla legge, quanto di quelli predisposti dallo statuto, non è sufficiente tenere conto del numero delle azioni, perché questo, da solo, non darebbe giustizia al voto plurimo.

Occorre, piuttosto, prendere in considerazione il numero dei voti attribuiti a ciascuna azione: ciò sia quando la base di calcolo del *quorum* sia data dal capitale sociale, sia quando sia costituita dal capitale rappresentato in assemblea⁴⁹¹.

Seguendo il citato orientamento, quindi, la presenza in assemblea anche di un solo azionista a voto plurimo impone di calcolare il *quorum* deliberativo secondo le predette indicazioni, il che, estremizzando detto ragionamento, consente di ritenere che l'emissione delle azioni a voto plurimo determina una modifica, anche solo indiretta, del *quorum* deliberativo.

Orbene, dall'attitudine del voto plurimo di incidere sul calcolo dei *quorum*, all'attribuire un diritto di recesso per la modifica del medesimo, il passaggio è breve: in tal sede, quindi, si offre un ulteriore argomento di riflessione sulla tematica del diritto di recesso in caso di emissione di azioni a voto plurimo, che

⁴⁹¹ Sul punto si rinvia a quanto più ampiamente illustrato al par. 4 di questo capitolo.

trae spunto da recenti orientamenti giurisprudenziali sul tema della modifica dei *quorum*.

In particolare, una certa giurisprudenza di merito ha sostenuto che “nelle società per azioni il mutamento del *quorum* deliberativo, che attiene alla formazione della maggioranza, incide solo indirettamente sul diritto di voto e partecipazione, di conseguenza, la delibera che ne muta il *quorum* non legittima il recesso”⁴⁹², fondando il proprio convincimento sulla circostanza che le ipotesi di recesso inderogabili, tra le quali, per l’appunto, vi rientra quella della lett. g) dell’art. 2437 c.c., debbano essere interpretate restrittivamente, anche alla luce del fatto che la volontà dei soci può precisare ed ampliare i casi di *exit*, sulla scorta del quarto comma della richiamata disposizione⁴⁹³.

Vero è che la pronuncia attiene a modifiche dirette del *quorum*; tuttavia, trasponendo queste considerazioni all’introduzione in statuto del voto plurimo, bisognerebbe forse ritenere inapplicabile ad esso la tutela del diritto di recesso, atteso che il voto plurimo, sulla base delle considerazioni più volte richiamate, è indirettamente idoneo ad incidere sul *quorum* deliberativo e, quindi, integra i presupposti individuati dalla citata sentenza per escludere la sussistenza del diritto, tra cui quello di modificare di fatto la posizione solo di alcuni soci⁴⁹⁴.

Queste considerazioni non paiono aver trovato riscontro solo nella giurisprudenza di merito, muovendo, nello stesso senso, una recentissima

⁴⁹² App. Brescia, 2 luglio 2014, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1053 ss., con nota di M. VENTORUZZO, cit. In dottrina v. V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio*, cit., 295 s., secondo cui la modifica dei *quorum* è modifica indiretta del diritto di partecipazione e pertanto non soggetta al recesso di cui all’art. 2437, comma 1, lett. g).

⁴⁹³ V., in argomento, le osservazioni di M. VENTORUZZO, *Modifiche di diritto*, cit., 1062, il quale, tra l’altro, commentando detta pronuncia, riconduce nel novero delle modifiche di fatto quelle attinenti al cambiamento dei *quorum* assembleari o l’introduzione di limiti quantitativi al voto, concludendo che per queste ipotesi non sussiste diritto di recesso. Sul tema lo stesso Autore richiama un decreto del Trib. Roma, 30 aprile 2014, n. 2964, disponibile su www.giurisprudenzadelleimprese.it, che nega l’esistenza del diritto di recesso per l’innalzamento delle soglie di presentazione delle liste, pronuncia che, viene evidenziato, è coerente con l’esclusione del diritto di recesso per le modifiche di fatto, dovendo la norma in questione essere interpretata restrittivamente.

⁴⁹⁴ In questo senso e con espresso riguardo alle azioni a voto plurimo v., M. VENTORUZZO, *Modifiche di diritto*, cit., 1067.

pronuncia della Corte di Cassazione, la quale esclude la legittimità del recesso di cui all'art. 2437, comma 1, lett. g) c.c., laddove la società per azioni abbia adottato un nuovo statuto che modifica i *quorum* deliberativi per l'assemblea ordinaria e straordinaria, perché detta modificazione non incide, né direttamente né indirettamente, sul diritto di voto o di partecipazione, ma solo sul “peso” del voto⁴⁹⁵.

Quanto affermato dai citati orientamenti giurisprudenziali pare assumere un peso rilevante, rispetto alle argomentazioni sostenute da parte della dottrina favorevole all'ammissibilità del diritto di recesso in caso di emissione di azioni a voto plurimo.

Difatti, gran parte di essa ha sostenuto la legittimità del diritto di recesso *ex* art. 2437, comma 1, lett. g) c.c. in questa ipotesi, proprio sulla scorta di un'interpretazione estensiva della disposizione, che ricomprenderebbe nelle modificazioni del diritto di voto, anche quelle che indirettamente alterano il peso del voto all'interno della società, quali per l'appunto quelle relative ai *quorum* costitutivi o deliberativi⁴⁹⁶.

Ciò posto, dimostrata l'attitudine delle azioni a voto plurimo di incidere sui *quorum* assembleari, secondo l'opinione della citata dottrina favorevole e preso atto delle recenti posizioni della giurisprudenza sul rapporto tra diritto di recesso e modifica dei *quorum*, paiono essere ovvie le conclusioni sul tema in esame.

Difatti, non ci si può esimere dal considerare che l'orientamento della giurisprudenza sul punto pare minare proprio il fondamento su cui poggia la tesi circa l'ammissibilità del diritto di recesso in caso di introduzione di azioni a voto plurimo, riguardando una delle argomentazioni ad essa favorevoli.

Ciononostante, lo spazio concesso al diritto di recesso nella fattispecie delle azioni a voto plurimo non pare esaurirsi a questa osservazione.

⁴⁹⁵ Cass., 1 giugno 2017, n. 13875 in *www.ilcaso.it*.

⁴⁹⁶ In questo senso v., M. LIBERTINI, in M. LIBERTINI – C. ANGELICI, *Un dialogo*, cit., 10; A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Le azioni*, cit., 1055; V. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato*, cit., 195, nt. 100; A. GENOVESE, cit., 790 s.

Difatti, a parere di chi scrive, sgombrato il campo dalle argomentazioni sull'applicabilità in via diretta o mediata dell'art. 2437, comma 1, lett. g) c.c. all'emissione di azioni a voto plurimo, può essere opportuno prestare, da ultimo, attenzione al disposto del quarto comma dell'art. 2437 c.c., che in questa circostanza potrebbe forse costituire una valida via di fuga, almeno nell'attesa che si giunga ad una più concreta risoluzione della problematica, ovvero, all'affermazione di un orientamento giurisprudenziale di riferimento.

La richiamata disposizione, infatti, fa salva la possibilità che lo statuto delle società chiuse contempri ulteriori cause di recesso, in aggiunta a quelle già normativizzate.

Sulla scorta di detta previsione nulla vieterebbe, dunque, all'autonomia privata, vista l'ampiezza del dibattito dottrinario e la difficoltà di individuare un orientamento prevalente, di introdurre convenzionalmente quale causa di recesso l'emissione di azioni a voto plurimo.

5. L'incidenza del voto plurimo sull'esercizio dei diritti amministrativi attribuiti a minoranze qualificate: spunti di riflessione

Osservare la materia delle azioni a voto plurimo nella prospettiva dei soci di minoranza comporta l'opportunità di valutare anche un altro aspetto, ovvero, se l'introduzione del voto più che proporzionale abbia o meno impattato nella società per azioni sulla possibilità di esercizio dei diritti che la legge attribuisce agli azionisti titolari di una certa quota di capitale sociale.

Il riferimento è, in particolare, ad una pluralità di diritti riconosciuti dal codice civile, tra i quali si annoverano il diritto di chiedere la convocazione dell'assemblea, ai sensi dell'art. 2367, comma 1, c.c., il diritto di ottenere il rinvio dell'assemblea medesima, ai sensi dell'art. 2374 c.c., il diritto di impugnare le deliberazioni assembleari invalide ai sensi dell'art. 2377, comma 3, c.c., nonché il

diritto di intraprendere l'azione di responsabilità contro gli amministratori ai sensi dell'art. 2393-*bis* c.c.

Il legislatore della riforma, anche in relazione a detto aspetto, è rimasto silente relativamente alla materia del voto plurimo, mentre, in relazione alla fattispecie del voto maggiorato nelle società quotate, ha provveduto a darvi apposita disciplina.

Infatti, l'interrogativo esposto è espressamente risolto in ordine al voto maggiorato dall'art. 127-*quinquies*, comma 8, t.u.f., per il quale si prevede che la maggiorazione del voto non ha effetto sui diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale: questa scelta, è stato sostenuto, costituisce la “diretta ricaduta del fatto che il diritto speciale attribuito con il voto maggiorato riguarda solo il diritto di voto e non incide sugli altri diritti”⁴⁹⁷.

In relazione al voto plurimo, invece, la dottrina è pervenuta ad una soluzione della problematica solo in via interpretativa, risolvendola in termini analoghi alla fattispecie del voto maggiorato.

Difatti, l'approccio alla tematica è stato condotto osservando la *ratio* sottesa a questi diritti: non sfugge, infatti, che i medesimi sono riconosciuti in favore dei soci di minoranza individuati come tali, in relazione alla partecipazione al capitale sociale e non alla capacità di voto di ciascuno di essi.

Poiché, dunque, la titolarità di questi diritti è connessa ad una data percentuale di possesso azionario e spetta alla collettività dei soci che raggiungano le soglie individuate dal legislatore, non parrebbe corretto interpretare le dette disposizioni nel senso che alla composizione delle indicate soglie di possesso azionario possa concorrere anche il *quantum* di voti a ciascun socio spettante⁴⁹⁸.

Può essere opportuno valutare questa problematica anche rispetto a diritti della collettività dei soci che trovano genesi nello statuto sociale e non nella legge.

⁴⁹⁷ ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 497.

⁴⁹⁸ Nel senso che i richiamati diritti non sono connessi alla titolarità di azioni da cui derivi una determinata percentuale dei diritti di voto v., A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Le azioni*, cit., 1057; M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto*, cit., 940; S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D'ERAMO – N. LINCiano, cit., 62; P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 11.

Difatti, per quanto le fattispecie possano risultare analoghe, non pare si possa risolvere in modo ugualmente agevole la questione relativa ai diritti sociali e all'incidenza del voto plurimo su questi ultimi, nel caso in cui lo statuto riconosca un dato potere alla collettività dei soci e nulla precisi circa la modalità di assunzione della decisione assembleare.

Il riferimento risulta calzante, ove si presti attenzione, ad esempio, alla presenza in statuto di limiti alla circolazione delle partecipazioni che rimettano il trasferimento delle azioni al gradimento dell'assemblea dei soci. Questo tipo di clausola consente ai soci di esprimere il *placet* su colui che entrerà in società per effetto dell'acquisto delle azioni che l'originario socio intende dismettere, subordinando l'efficacia nei confronti della società del relativo trasferimento⁴⁹⁹.

Problematica che potrebbe porsi, nella particolare ipotesi in cui lo statuto non precisi le modalità di votazione dell'assemblea sul *placet*, è rappresentata proprio dal computo dei voti: potrebbe, infatti, discutersi se i soci a voto plurimo siano comunque muniti della maggioranza del voto anche in questa particolare ipotesi o la decisione debba essere necessariamente presa per teste, o ancora sul presupposto che ciascun socio abbia un voto singolo per azione posseduta.

In queste circostanze, essendo la fattispecie interamente rimessa all'autonomia statutaria, sarebbe auspicabile una esplicita previsione statutaria sulla modalità di espressione dei voti e sul computo dei medesimi.

⁴⁹⁹ Si tratta delle cd. clausole di gradimento mero previste dall'art. 2355-bis c.c. Per l'individuazione della fattispecie v., *ex multis*, R. CAVALLO BORGIA, *Le azioni e le obbligazioni*, cit., 50 s.; G. FRÈ – G. SBISA, cit., 335; L. STANGHELLINI, *Sub 2355-bis c.c.*, in *Azioni, Commentario riforma società Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari*, Milano, 2008, 559.

BIBLIOGRAFIA

- AA. VV., *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, a cura di M. Vietti – F. Auletta – G. Lo Cascio – U. Tombari – A. Zoppini, Milano, 2007.
- ABBADESSA P., *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanonone*, a cura di P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca, Torino, 2011, 593.
- ABBADESSA P., *La gestione dell'impresa nella società per azioni*, Milano, 1975.
- ABBADESSA P., *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato, Studi dedicati a Mario Libertini*, Milano, 2015, I, 3.
- ABRIANI N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, approfondimento del 29 settembre 2014, in *Giust. Civ.*, 2014, 8 e in www.giustiziacivile.com.
- ABRIANI N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giust. Civ.*, 2014, 8.
- ABRIANI N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto: prime considerazioni*, in *Società e Contratti. Bilancio e Revisione*, 2014, 8.
- ABRIANI N., *Il divieto del patto leonino*, Milano, 1994.
- ABRIANI N., *L'assemblea*, in *Le società per azioni*, Trattato Cottino, Padova, 2010, IV, t. 1, 477.
- ABRIANI N., *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 131.
- ABRIANI N., *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Le società per azioni*, Trattato Cottino, Padova, 2010, IV, t. 1, 231.
- ABRIANI N., *sub 2380-bis*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti, Bologna, 2004, 448.
- ABRIANI N., *sub artt. 2348,2351* in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, 311.
- ACERBI G., *La società per azioni: introduzione storica*, in *Le società per azioni*, a cura di Campobasso, Cariello, Tombari, diretto da Abbadessa-Portale, Milano, 2016, 15.
- ALVARO S. –CIAVARELLA A. –D'ERAMO D. –LINCiano N., *La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo*, in *Quaderni giuridici CONSOB*, n. 5, gennaio 2014.
- AMIAUD, *Les actions à droit de vote inégal*, Parigi, 1922.
- ANGELICI C., *Azioni di società*, in *Enc. Giur. Treccani*, IV, Roma, 1988.
- ANGELICI C., *La partecipazione azionaria nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, XVI, Torino, 1985, 285.
- ANGELICI C., *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, a cura di M. Vietti –F. Auletta – G. Lo Cascio – U. Tombari – A. Zoppini, Milano, 2007.
- ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003, 62.

- ANGELICI C., *Le azioni*, in *Il codice civile, Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Milano, 1992, 168.
- ANGELICI C., *Parità di trattamento tra gli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 1.
- ANGELICI C., *Principi e problemi*, in *Trattato Cicu – Messineo*, vol I, Milano, 2012.
- ANGELILLIS A. – VITALI M.L., *sub art. 2351*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2008.
- ANNUNZIATA F. – GIOMBINI A., *La disciplina del voto plurimo introdotta dal decreto competitività. Pegno, usufrutto e sequestro di azioni a voto plurimo*, reperibile su www.dirittobancario.it.
- ANTONELLI, *Les actions à voix multiples dans les sociétés anonyme en Allemagne et en France*, in *Revue des sociétés*, 1922, 85.
- ASCARELLI T., *Limiti di validità dei sindacati azionari*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, 185.
- ASCARELLI T., *Sui poteri della maggioranza nella società per azioni ed alcuni loro limiti*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, 122.
- ASCARELLI T., *Sul voto plurimo nelle società per azioni*, in *Arch. giur.*, 1925, 131.
- ASQUINI A., *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in *Riv. soc.*, 1961, 927.
- ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di G. Olivieri, G. Presti, F. Vella, Bologna, 2009.
- ASSONIME, *La disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, Circolare Assonime n. 16, 2003, II ed., disponibile su www.assonime.it.
- ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare Assonime 7-04-2015 n. 10 in www.assonime.it.
- BAINBRIDGE S.M., *Corporation Law and Economics*, New York, 2002.
- BAINBRIDGE S.M., *The Scope of the SEC's Authority over Shareholders Voting Rights*, *UCLA School of Law Research Paper*, 2007, 4.
- BAINBRIDGE S.M., *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4*, in *69 Wash.U.L.Q.*, 1991, 583.
- BARCELLONA E., *Rischio e potere nel diritto societario riformato*, Torino, 2012.
- BARCELLONA E., *sub 2351 comma 4 c.c.*, in *Le società per azioni*, diretto da Abbadessa-Portale, a cura di Campobasso, Cariello, Tombari, Milano, 2016, 568.
- BEBCHUK L. A. –KASTIEL K., *The Untenable Case For Perpetual Dual-Class Stock*, in *Virginia Law Review*, vol. 103, n. 4, 2014, 585 – 631, disponibile su www.heinonline.org.
- BENTEL K. –WALTER G., *Dual Class Shares, Comparative Corporate Governance and Financial Regulation*. Paper 2., 2016, disponibile su <http://scholarship.law.upenn.edu/fisch2016/2>.
- BERLE A.A. –MEANS G., *The Modern Corporation and Private Property*, New Brunswick rev., 1968, 69.
- BERLE A.A., *Power without Property*, New York, 1959.

- BIANCHI L. A., CARRIELLO V., GENOVESE A., GUERRERA F., LAMANDINI M., MARCHETTI P., MONTALENTI P., RIMINI E., TOMBARI U., ZOPPINI A., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, (a cura di) U. Tombari, Torino, 2016.
- BIANCHI L.A. –FELLER A., *sub 2468 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2008, 324.
- BIANCHI L.A., *Operazioni straordinarie, maggioranza del voto e azioni a voto plurimo*, in *Riv. soc.*, 2016, 392.
- BIANCHI L.A., *Operazioni straordinarie, maggioranza del voto e azioni a voto plurimo*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, 99.
- BIANCHI M. –BIANCO M. –ENRIQUES L., *Pyramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy*, in *The Control of Corporate Europe*, a cura di F. Barca e M. Becht, Oxford, 2001, 154.
- BIGELLI M. – CROCI E., *Dividend privileges and the value of voting rights: Evidence from Italy*, in *Journal of Empirical Finance*, vol. 24, 2013, 94.
- BIGELLI M. –MENGOLI S., *Acquisizioni di imprese e benefici privati dei gruppi di controllo: alcune evidenze empiriche per il mercato italiano*, in *Finanza, marketing e produzione*, 1999, 87.
- BIONE M., *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, 266.
- BIONE M., *Il voto multiplo, digressioni sul tema*, in *Giur. Comm.*, 2011, I, 633.
- BIONE M., *Le azioni di risparmio tra mito e realtà*, in *Giur. comm.*, 1975, I, 169.
- BIONE M., *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, II, Torino, 1998, 53.
- BLANDINI A., *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, 2009.
- BLANDINI A., *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 477.
- BONELL J., *Democrazia industriale e diritto societario nella legislazione comunitaria*, in *Giur. comm.*, I, 1982, 369.
- BOURCART, *Les actions à vote plural*, in *Journal des sociétés*, 1923, 492.
- BROSSET-CUNTZ, *Aspects boursiers de la loi Florange: le législateur forge un nouvel arsenal défensif face aux opérations hostiles*, in *Revue de droit bancaire et financier*, 2014, 2, étude 7.
- BUSANI A. – SAGLIOCCA M., *Le azioni non si contano ma si “pesano”: superato il principio “one share one vote” con l’introduzione delle azioni a voto plurimo e maggiorato*, in *Società*, 2014, 1048.
- BUSI C.A., *Assemblea e decisioni dei soci nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto dell’economia*, diretto da E. Picozza e E. Gabrielli, Padova, 2008, 837.
- CABIATI A., *Il progetto del nuovo codice di commercio e le azioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, 9.
- CABIATI A., *Le azioni a voto plurimo all’estero*, in *Riv. dir. comm.*, 1930, 630.
- CAHN A. –DONALD D., *Comparative Company Law*, Cambridge, 2010.

- CALANDRA BUONAURA V., *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 295.
- CALVOSA L., *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 202.
- CALVOSA L., *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, Milano, 1999, 164.
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale, 2, Diritto delle società*, Torino, 2015.
- CAMPOBASSO G.F., *Manuale di diritto commerciale*, a cura di M. Campobasso, Milano, 2015.
- CARIELLO V., *“Controllo congiunto” e accordi parasociali*, Milano, 1997.
- CARIELLO V., *“Un formidabile strumento di dominio economico”: contrapposizioni teoriche, “battaglie” finanziarie e tensioni ideologiche sul voto potenziato tra le due Guerre Mondiali*, in *Quaderni fiorentini*, tomo 1, 2015, 485.
- CARIELLO V., *Azioni a voto potenziato, “voti plurimi senza azioni” e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, 164.
- CARIELLO V., *Gruppi e minoranze non di controllo: dalla tutela risarcitoria a quella “organizzativa” e “procedimentale” (all'alba delle azioni a voto potenziato)*, in *RDS*, 2015, 278 ss.
- CASELLA M., *Legittimità del voto scalare nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1973, 417.
- CASELLI G., *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1980, I, 682.
- CASSINELLI G., *Le azioni a voto plurimo nelle società anonime*, in *Giur. it.*, 1925, I, 657.
- CAVALLO BORGIA R., *Le azioni e le obbligazioni*, in *Le società*, Trattato a cura di F. Galgano, Torino, 2002, 127.
- CAVALLO BORGIA R., *Società per azioni, II, Delle obbligazioni*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, art. 2410-2420-ter, Bologna, 2000.
- CAVANNA M., *Partecipazione e diritti particolari dei soci*, in *Le nuove s.r.l.*, a cura di M. Sarale, Bologna, 2008, 135.
- CAVAZZUTI F., voce *“Rischio d'Impresa”*, in *Enc. dir., Aggiornamento*, IV, Milano, 2000, 1093.
- CERRATO S.A., *sub 2441 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, 1537.
- CHEMMANUR – JIAO, *Dual class IPOs: a theoretical analysis*, in *Journal of Banking & Finance*, vol. 36, 2012, 305.
- CIAN M., *Capitale, proprietà, controlli: un nuovo “restyling” per le società di capitali (in margine alle modifiche al codice civile introdotte dal d. l. n. 91/2014, conv. con L. n. 116/2014)*, in *Studium iuris*, 2014, 1258.
- CIAN M., *sub art. 2351*, in *Commentario Breve al codice civile*, M. Cian (a cura di) – A. Trabucchi, Padova, 2014, 2833.
- COLAVOLPE A., *La nuova disciplina delle categorie di azioni*, in *Le società*, 2003, 1598.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament. Modernising Company Law and Enhancing Corporate*

Governance in the European Union – A Plan to Move Forward. COM(2003) 284 final, Bruxelles, 21 maggio 2003.

COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Verde - Il finanziamento a lungo termine dell'economia europea*, 25 marzo 2013

COMMISSIONE REALE PER LA RIFORMA DEI CODICI, SOTTOCOMMISSIONE B, *Codice del Commercio*, I, Progetto, II, *Relazione sul Progetto*, Roma, 1925.

CONFEDERAZIONE GENERALE DELL'INDUSTRIA ITALIANA, *Proposte di riforma del Codice del Commercio. Testo e note illustrative*, Roma, 1925, 39, 200.

CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Eseguibilità delle delibere non iscritte*, Massima n. H.F.2., in www.consiglionotarilefirenze.it.

CONSIGLIO NOTARILE DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, in *Orientamenti in tema di azioni a voto plurimo*, Massima n. 47, in www.consiglionotarilefirenze.it.

CONSIGLIO NOTARILE DI FIRENZE, PISTOIA, PRATO, *Categorie di azioni a voto plurimo fidelizzanti*, Massima n. 48, in www.consiglionotarilefirenze.it.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Azioni a voto "diverso" e quorum assembleari*, Massima n. 144, in www.consiglionotarilemilano.it.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Azioni a voto contingentato o scaglionato (art. 2351 c.c.)*, Massima n. 136, in www.consiglionotarilemilano.it.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Efficacia dell'iscrizione nel registro delle imprese delle modificazioni statutarie*, Massima n. 19, in www.consiglionotarilemilano.it.

CONSOB, *Documento di consultazione del 5 novembre 2014*, reperibile in www.consob.it.

COSTI R., *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. Comm.*, 1990, I, 563.

COSTI R., *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di P. Abbadessa – G. B. Portale, vol. I, Torino, 2006, 733.

COURET A., *Le retour du débat sur le droit de vote double*, in *Droit des sociétés*, 2014, 11, étude 22.

D'AIUTO D., *sub 2368*, in *Codice commentato delle S.p.a.*, diretto da G. Fauceglia – G. Schiano di Pepe, Torino, 2007, II, 405.

D'ALESSANDRO F., *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, I, 582.

D'ALESSANDRO F., *La seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1987, 1.

D'ATTORRE G., *Il principio di uguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, 2007.

DACCÒ A., *Il recesso nelle spa*, in *Le nuove spa*, diretto da O. Cagnasso – L. Panzani, Bologna, 2011, 1414.

DALMARTELLO A., *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 369.

DE LUCA N., *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 260.

- DE LUCA N., *sub 2368-2369 c.c.*, in *Le società per azioni*, a cura di Campobasso, Cariello, Tombari, diretto da Abbadessa-Portale, Milano, 2016, 912.
- DENOZZA F., *Responsabilità dei soci e rischio d'impresa nelle società personali*, Milano, 1973.
- DI CATALDO V., *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di P. Abbadessa – G.B. Portale, III, Torino, 2007, 228.
- DI CECCO G., *Convertibilità e conversione dei titoli azionari*, Milano, 2012.
- EASTERBROOK F.H. –FISCHEL D.R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard, 1996, 88.
- EASTERBROOK F.H. –FISCHEL D.R., *Voting in Corporate Law*, in *J. Law & Econ.*, 1983, 395.
- EDWARDS, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper it's Written On?*, in *European Company And Financial Law Review*, 2004, 416.
- ELENA N., *Le azioni con voto plurimo o con voto altrimenti privilegiato nelle Società commerciali italiane*, Torino, 1927.
- ENRIQUES, *Gruppi piramidali, operazioni intragruppo, e tutela degli azionisti esterni: appunti per un'analisi economica*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 698, 708.
- F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Torino, 2013.
- FAZZUTTI E., *sub 2468 c.c.*, in *La riforma delle società*, a cura di V. Santoro-M. Sandulli, Torino, 2003, III, 57.
- FERRAN E.V., *Company Law and Contractual Freedom: A UK Perspective*, in *Regole del mercato e mercato delle regole*, a cura di G. Carcano, C. Mosca, M. Ventrone, Milano, 2016, 125.
- FERRARA F.-CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2009.
- FERRARINI G. –HOPT K. –WINTER J. –WYMEERSCH E., *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford, 2004, 539.
- FERRARINI G., *Share Ownership, Takeover Law and the Contestability of Corporate Control*, in *Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends*, disponibile su <http://ssrn.com/abstract=265429>.
- FERRARINI G., *Un'azione – un voto: un principio europeo?*, in *Rivista delle società*, 2006, 24.
- FERRARINI G., *Voto plurimo e voto maggiorato tra autonomia statutaria e principio di proporzionalità*, in *Regole del mercato e mercato delle regole*, a cura di G. Carcano, C. Mosca, M. Ventrone, Milano, 2016, 235.
- FERRI G., *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano fondato da Vassalli*, X, 3, Torino, 1987.
- FERRI G., *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 35.
- FIGÀ TALAMANCA G., *Il valore nominale delle azioni*, Milano, 2001.
- FISCHEL D.R., *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock*, in *University of Chicago Law Review*, 54, 1987, 119.
- FORMICA C., *Le novità della riforma azionaria (sub art. 2346-2354)*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, I, Padova, 2005, 176.

- FRANCESCHELLI R., *Passaggio a capitale di saldi attivi di rivalutazione monetaria, azioni a voto plurimo e compiti dell'Autorità Giudiziaria*, in *Riv. dir. comm.*, 1950, II, 196.
- FRÈ G. – SBISÀ G., *Della società per azioni*, I, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, art. 2325-2409, Bologna - Roma, 1997, 335.
- FRÈ G., *Le azioni a voto plurimo in Francia*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, 218.
- FRÈ G., *Le azioni a voto plurimo in Italia*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, 121, 253, 490.
- FRÈ G., *Società per azioni*, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja-Branca, Roma-Bologna, 1982, 792.
- GALGANO F., *Diritto commerciale. Le società*, Bologna, 2013.
- GALGANO F., *I gruppi di società*, in *Le società*. Trattato diretto da F. Galgano, Torino, 2001, 11.
- GALGANO F., *Le società per azioni. Principi generali*, in *Il codice civile Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Milano, 1996, 23.
- GALGANO F., *Storia del diritto commerciale*, Bologna, 1976.
- GALLETTI D., *sub 2437 c.c.*, in *Codice commentato delle società*, a cura di Abriani e Stella Richter jr., 2010, 1620.
- GAMBINO A., *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 380.
- GENOVESE A., *Introduzione delle azioni a voto plurimo e recesso*, in *RDS*, 2015, 796.
- GENOVESE A., *Introduzione delle azioni a voto plurimo e recesso*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, 72.
- GIAMPAOLINO C. F., *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, 779.
- GIAMPAOLINO C. F., *Le azioni speciali*, Milano, 2004.
- GILSON R., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, in *Harv. Law Review*, 119, 2006, 1642.
- GILSON R., *Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes*, in *Virginia Law Review* 73, 1987, 808.
- GINEVRA E., *La disciplina degli emittenti*, in *Diritto commerciale*, II, a cura di M. Cian, 2014, 913.
- GINEVRA E., *sub 2441 c.c.*, in *Le società per azioni*, a cura di Campobasso, Cariello, Tombari, diretto da Abbadessa-Portale, Milano, 2016, 2614.
- GOSHEN – HAMDANI, *Concentrated Ownership Revisited: The Idiosyncratic Value of Corporate Control*, ECGI – Law Working Paper no. 206, 2013.
- GRASSETTI C., *Azioni a voto plurimo e aumento di capitale per conguaglio monetario*, in *Riv. dir. comm.*, 1949, I, 81.
- GRECO P., *Azioni gratuite a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 1947, I, 68.
- GREENS – CLOTTENS, *One Share-One Vote: Fairness, Efficiency and (the Case for) EU Harmonisation Revisited*, in *The European Company Law Action Plan Revisited. Reassessment of the 2003 proprieties of the European Commission*, a cura di Hopt, Greens, Lovanio, 2010, disponibile su www.ssrn.it.

- GRIPPO G. –BOLOGNESI C., *L'assemblea nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, 16, III, Torino, 2011, 143.
- GROSSMAN S. –HART O., *One share – one vote anche the Market for Corporate Control*, in *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, 175.
- GROSSO P., *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, Milano, 1999.
- GUERRERA F., *Azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, 65.
- GUERRERA F., *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 191.
- GUGLIELMETTI R., *Il voto maggiorato alla luce delle ultime novità del decreto competitività*, in *www.dirittobancario.it*, 1-10-2014.
- GUGLIELMO R., *Diritti particolari dei soci nelle s.r.l. e voto non proporzionale*, in *Riv. not.*, 2010, I, 614.
- GUGLIELMUCCI L., *Le azioni postergate nelle perdite*, in *Giur. Comm.*, 1982, II, 884.
- GUIZZI G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corriere giur.*, 2015, 153.
- HANSMANN H. – PARGENDLER M., *The Evolution of Shareholder Voting Rights: Separation of Ownership and Consumption*, in *Yale Law Journal*, 2014, 948.
- HART O., *Firms, Contracts anche Financial Structure*, Oxford, 1995, 186.
- HINDLEY B., *Separation of Ownership and Control in the Modern Corporation*, in *J. L. & Econ.*, 1970, 185.
- HIRTE H., *The Takeover Directive – a Mini-Directive on the Structure of the Corporation: Is it a Trojan Horse?*, in *European Company and Financial Law Review* 1, 2004, 10.
- IACCARINO G., *Attribuzione del diritto di voto non proporzionale alla partecipazione sociale*, in *Società*, 2008, 36.
- IBBA C., *La tutela delle minoranze nelle società a partecipazione pubblica*, in *Riv. soc.*, 2015, 95.
- INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES – SHEARMAN & STERLING LLP – EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Bruxelles, 18 maggio 2007.
- JAEGER P.G., *Il voto “divergente” nella società per azioni*, Milano, 1976.
- JAEGER P.G., *Il voto divergente*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G. Colombo – G. Portale, 1994, 406.
- JARREL G. –POULSEN A., *Dual-class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms. The Recent Evidence*, in *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, 129.
- KRAAKMAN R., DAVIES P., HANSMANN H.B., HERTIG G., HOPT K.J., KANDA H., ROCK E.B., *The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, Oxford, 2004, 21.
- LA SALA G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011.

- LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 534.
- LAMANDINI M., *Il “controllo”, nozioni e “tipo” nella legislazione economica*, Milano, 1994, 405
- LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001.
- LAMANDINI M., *sub art. 2359*, in *Società di capitali*, Commentario a cura di G. Niccolini – A. Stagno d’Alcontres, Napoli, 2005, 401.
- LAMANDINI M., *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, 491.
- LAMANDINI M., *Voto plurimo, voto maggiorato e disciplina dell’opa (prime “spigolature” esegetiche)*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, 125.
- LAURINI F., *sub artt. 2368-2369*, in *Assemblea*, a cura di Picciau, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2008, 101.
- LE NABASQUE H., *L’inversion du droit de vote double dans les sociétés cotées*, in *Revue de droit bancaire et financier*, 2013, 6, repère 6.
- LEOZAPPA A.M., *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Milano, 2008.
- LIBERTINI M. - ANGELICI C., *Un dialogo sul voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, 1.
- LIBERTINI M. – MIRONE A. – SANFILIPPO P., *sub 2351 c.c.*, in *Commentario romano al diritto delle società*, diretto da D’Alessandro, II, 1, Padova, 2010, 273.
- LIN Y., *Controlling Controlling-Minority Shareholders: Corporate Governance and Leveraged Corporate Control*, in *Columbia Business Law Review*, 2017, 453.
- LORDI L., *Sul progetto del nuovo codice di commercio*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, 299, 402.
- LOSS L. –SELIGMAN J., *Securities Regulation*, New York, 2003.
- LUCANTONI P., *Il valore del voto nelle società aperte: spunti per una ricostruzione in termini di efficienza delle norme*, in *Nuovo diritto societario e analisi economica del diritto*, Milano, 2005, 327.
- LUPETTI M.C., *Conversione “forzata” di azioni a voto pieno in azioni a voto limitato*, in *Società*, 2006, 1367.
- LUPETTI M.C., *Deroga al criterio di proporzionalità tra partecipazione sociale e diritto di voto nelle s.r.l. tra vecchio e nuovo diritto societario*, in *Riv. not.*, 2004, 1552.
- MAGLIANO R., *La regola di neutralizzazione e le deviazioni dal principio di proporzionalità tra rischio e potere: ancora dubbi sulla compatibilità comunitaria dei poteri speciali nell’ordinamento italiano*, in *Riv. comm. internaz.*, 2010, I, 61
- MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004.
- MALBERTI C., *Multiple voting shares: a european perspective*, in *RISF*, 2017, n.2, 28.
- MARASÀ G., *Le società. Società in generale*, Milano, 2000.

- MARASÀ G., *sub art. 2437*, in *Commentario romano al diritto delle società*, diretto da D'Alessandro, II, Padova, 2011, 775.
- MARCHETTI P., *Aumenti e riduzioni di capitale*, Milano, 1984.
- MARCHETTI P., *Commento all'art. 20 del d.l. Competitività (azioni a voto maggiorato, a voto plurimo ed altro)*, Relazione al Convegno del Consiglio Notarile di Milano, 22 settembre 2014, 11.
- MARCHETTI P., *Gli aumenti di capitale*, in *Il nuovo ordinamento delle società*, Napoli, 2003, 275.
- MARCHETTI P., *Il voto maggiorato nelle società quotate*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, 1.
- MARCHETTI P., *Le fusioni transfrontaliere del gruppo Fiat – Chrysler*, in *Riv. soc.*, 2014, 1124.
- MARCHETTI P., *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2015, 448.
- MARCHISIO E., *La "maggiorazione del voto" (art. 127-quinquies T.U.F.): "récompense" al socio "stabile" o "trucage" del socio di controllo?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, 78.
- MARCHISIO E., *La maggiorazione del dividendo. Art. 127-quater t.u.f.*, in *Riv. dir. impr.*, 2013, 289.
- MAROCCHI M., *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella spa riformata*, in *Contr. impr.*, 2014, 221.
- MASSELLA DUCCI TERI B., *Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, II, 746.
- MASSELLA DUCCI TERI B., *Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e "loyalty shares" all'italiana*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 465.
- MAUGERI M., *Quali diritti particolari per il socio di società a responsabilità limitata?*, in *Riv. soc.*, 2004, 1503.
- MERLE P., *Droit commercial. Sociétés commerciales*, Parigi, 2014.
- MIGNOLI A., *Le assemblee speciali*, Milano, 1960.
- MONTAGNANI C., *sub artt. 2368 – 2369*, in *Società di capitali, Commentario*, a cura di G. Niccolini- A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, I, 487.
- MONTALENTI P., *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo: prime considerazioni*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, 29.
- MONTALENTI P., *Democrazia industriale e diritto dell'impresa*, Milano, 1981
- MONTALENTI P., *I gruppi piramidali tra libertà d'iniziativa economica e asimmetrie del mercato*, in *Riv. soc.*, 2008, II, 318.
- MONTALENTI P., *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 1068.
- MONTALENTI P., *Le società per azioni a dieci anni dalla riforma: un primo bilancio*, in *Riv. soc.*, 2014, 403.
- MONTALENTI P., *Voto maggiorato e voto plurimo: prime riflessioni*, in *NDS*, 2015, fasc. 22, 9.

- MORCK R., *Why Some Double Taxation Might Make Sense: The Special Case Of Inter-Corporate Dividends*, University of Alberta Centre For Financial Research Working Paper no. 03-01, 20 marzo 2003, disponibile su <http://ssrn.com/abstract=369220>.
- MOSCA C., *La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie opa*, in *Nuove leggi Civ. Comm.*, 2015, 863.
- MOSSA L., *Saggio critico sul progetto del nuovo codice di commercio*, in *Annuario di diritto comparato e di studi legislativi*, 1927, I, 170.
- NAVARRINI U., *Trattato teorico-pratico di diritto commerciale*, Torino, 1919..
- NIGRO G.L., *Voto plurimo e voto maggiorato: superato il principio "un'azione un voto" per gli azionisti delle s.p.a.*, in *Quotidiano giuridico*, 5 settembre 2014.
- NOTARI M. – BERTONE J., *sub art. 2359*, in *Azioni, a cura di M. Notari*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2008, 706.
- NOTARI M., *Disposizioni generali. Conferimenti. Azioni*, in AA. VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2012, 147.
- NOTARI M., *La "sterilizzazione" del voto nelle società per azioni: appunti in tema di "white wash" e dintorini*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 743.
- NOTARI M., *La nozione di "controllo" nella disciplina antitrust*, Milano, 1996, 207.
- NOTARI M., *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un «canone fondamentale» o una regola suppletiva?*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2016, 393.
- NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, 2006, 593.
- NOTARI M., *Le società azionarie*, in AA. VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2012, 147.
- NOTARI M., *sub art 2346*, in *Azioni, Commentario riforma società Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari*, Milano, 2008, 45.
- OPPO G., *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. d. civ.*, 1974, I, 629.
- OPPO G., *Potere e responsabilità nella riforma delle società per azioni*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, a cura di Scognamiglio, Milano, 2003, 5.
- PACIELLO A., *sub artt. 2437-2437-sexies c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini- A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, I, 417.
- PALAZZOLO G., *Le azioni a voto plurimo*, in *La società per azioni*, 1925, 273.
- PASQUARIELLO F., *sub art. 2368-2369*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, I, Padova, 2005, 466.
- PERNAZZA F., *La mobilità delle società in Europa da Daily Mail a Fiat Chrysler Automobiles*, in *Dir. comm. int.*, 2015, 439.
- PISCITELLO P., *sub 2437 c.c.*, in *Le società per azioni*, a cura di Campobasso, Cariello, Tombari, diretto da Abbadessa-Portale, Milano, 2016, 2498.

- POLLASTRO I., *Voto plurimo e voto maggiorato: prime considerazioni su ricadute e prospettive*, in *NDS*, 2015, n.2, 43.
- POMELLI A., *Rischio d'impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 510.
- PORTALE G.B., *“Uguaglianza e contratto” : il caso dell'aumento del capitale sociale in presenza di più categorie di azioni*, in *Riv. d. comm.*, 1990, 721.
- PORTALE G.B., *Capitale sociale e conferimenti nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1970, 33
- PORTALE G.B., *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa-Portale, Torino, 2006, II, 27.
- PORZIO M., *Sulla invalidità delle deliberazioni di emissione di azioni a voto plurimo*, in *Banca borsa*, 1960, II, 608.
- PRESTI G. – RESCIGNO M., *Corso di diritto commerciale*, Bologna, 2013.
- PUPO C.E., *Valore e uguaglianza delle azioni con voto plurimo - value and equality of multiple voting shares*, in *Banca Impresa Società*, 2015, 443.
- RADO B., *Comparative Company Law*, Saarbrücken, 2011.
- RAINELLI P., *sub 2479 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, vol. 2, Bologna, 2004, 1917.
- RAVÀ R., *Il voto plurimo nelle società per azioni*, Bologna, 1929.
- RIMINI E., *Quorum assembleari e voto multiplo in assemblea*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, 79.
- RIVOLTA G.C.M., *Il diritto delle società. Profili generali*, in *Trattato di diritto commerciale* fondato da V. Buonocore, diretto da R. Costi, Torino, 2015, 159.
- ROMANO D. – CASAMASSIMA S., *European directive 25/2004/EC and the Rules on Defenses in Takeover Bids*, in *Bocconi Legal Papers*, 7, 2016, 73.
- ROSAPEPE R., *Appunti su alcuni aspetti della nuova disciplina della partecipazione sociale nella s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 482.
- ROSSI G. – STABILINI A., *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. Soc.*, 2003, 32.
- ROSSI G., *Persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa*, Milano, 1967.
- SAGLIOCCA M., *Il definitivo tramonto del principio “un'azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Riv. not.*, 2014, 921.
- SANTORO A. – DI PALMA C. – GUARNIERI P. - CAPOGROSSO A., *Deviations from the “one share – one vote” principle in Italy: recent developments - multiple voting rights shares and loyalty shares*, *Bocconi legal papers*, 2015, 141 – 170, disponibile su www.heinonline.org.
- SANTORO V., *sub art. 2351*, in *La riforma delle società*, a cura di V. Santoro-M. Sandulli, Torino, 2003, 148.
- SANTOSUOSSO D.U., *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei D.D. lgs. 17 gennaio 2003, nn. 5 e 6*, Milano, 2003, 83.

- SANTUS A. – DE MARCHI G., *Sui particolari diritti del socio nella nuova s.r.l.*, in *Riv. not.*, 2004, 89.
- SCHIUMA L., *Governo societario ed esercizio del diritto di voto*, in *Quad. riv. dir. civ.*, Padova, 2014, 7.
- SCHIUMA L., *Le deleghe di voto tra diritto delle società e diritto del mercato azionario*, Milano, 2005.
- SCHMID M., *Ownership structure and the separation of voting and cash flow rights-evidence from Switzerland*, in *Applied financial economics*, 2009, 19, 1453.
- SCIALOJA A., *Il voto plurimo nelle società per azioni*, in *Foro it.*, 1925, I, 758.
- SCIUTO M.– SPADA P., *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, I, Torino, 2004, 32.
- SCOGNAMIGLIO G. –ANGELICI C. –MONTALENTI P. –COSTI R. –CIOCCA N. –DENOZZA F. – GUIZZI G. – VELLA F. –LIBERTINI M. –ABRIANI N. –CALANDRA BUONAURA V., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell’opa*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, 211.
- SELIGMAN J., *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, in *George Washington Law Review*, 54, 1986, 687.
- SENA G., *Il voto nell’assemblea delle società per azioni*, Milano, 1961.
- SFAMENI P., *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008.
- SHARFMAN B.S., *A private ordering defense of a company’s right to use dual class share structures in ipos*, in *Villanova Law Review*, Vol. 63, No. 1, 2018, disponibile su <https://ssrn.com/abstract=2986164>.
- SHEN J., *The Anatomy of Dual Class Share Structures: a Comparative Perspective*, in *Hong Kong L. J.*, 46, 2016, 477.
- SKOG R., *The European Union’s proposed takeover Directive, the “Break-through” rule and the Swedish system of dual class common stock*, in *Riv. soc.*, 2003, 1141.
- SODI J., *L’assegnazione delle partecipazioni non proporzionale ai conferimenti nelle società di capitali*, approvato dalla commissione studi d’Impresa il 19 marzo 2009, Studio 148-2008/I.
- SOLUS, *Les actions à droit de vote privilégié*, in *Revue des sociétés*, 1922, 317.
- SPADA P., *Appunto in tema di capitale nominale e conferimenti*, in *Consiglio Nazionale del Notariato, Commissione Studio di Impresa*, Studio 127-2006-I, 7.
- SPADA P., *C’era una volta la società...*, in *Riv. not.*, 2004, I, 7.
- SPADA P., *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla “nuova” società a responsabilità limitata)*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, 502.
- SPOLIDORO M.S., *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust*, in *Riv. soc.*, 1995, 470.
- SPOLIDORO M.S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015, 134.
- SRAFFA A., *Un rimedio contro le scalate*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 210.
- STAGNO D’ALCONTRES A., *sub 2346*, in *Società di capitali, Commentario*, a cura di G. Niccolini – A. Stagno d’Alcontres, Napoli, 2004, I, 258.

- STAGNO D'ALCONTRES A., *sub art. 2351*, in *Società di capitali, Commentario*, a cura di G. Niccolini- A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, I, 304.
- STAGNO D'ALCONTRES A., *sub art. 2376*, in *Società di capitali, Commentario*, a cura di G. Niccolini- A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 543.
- STANGHELLINI L., *Sub 2355 – bis c.c.*, in *Azioni, Commentario riforma società Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari*, Milano, 2008, 559.
- STELLA RICHTER M., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 389.
- TASSINARI F., *I quorum costitutivi e deliberativi*, in F. MAGLIULO – F. TASSINARI, *Il funzionamento dell'assemblea di S.p.a. nel sistema tradizionale*, Milano, 2008, 212.
- TASSINARI F., *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*, in *Società*, 2015, 1075.
- TASSINARI F., *Le azioni a voto plurimo nelle società non quotate: convenienze nell'utilizzo e ipotesi di clausole*, in *Società e Contratti. Bilancio e Revisione*, 2014, 6.
- TEDESCHI C., *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*, in *Società*, 2015, 1073.
- TOMBARI U., *“Maggiorazione del dividendo” e “maggiorazione del voto”: verso uno “statuto normativo” per l'investitore di medio-lungo termine?*, in *Banca, borsa, tit.cred.*, 2016, 303.
- TOMBARI U., *Le azioni a voto plurimo*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, 18.
- TOMBARI U., *Le azioni a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, 588.
- TOMBARI U., *sub art. 2351*, in *Le società per azioni. Codice civile*, diretto da P. Abbadessa – G.B. Portale, I, Milano, 2016, 558.
- TORCK S., *L'attribution automatique du droit de vote double*, in *Droit des sociétés*, 2014, 1, étude 2.
- TROULLIER, *Les actions à vote plural*, in *Revue des sociétés*, 1923, 224.
- TUCCI A., *La costituzione e i quorum*, in R. LENER – A. TUCCI, *Società per azioni. L'assemblea, Tratt. Dir. comm.*, fondato da Buonocore, diretto da Costi, IV, Torino, 2012.
- VALZER A., *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, 2012, Torino.
- VENTORUZZO M., *I “listing standards” nell'esperienza statunitense*, in *AGE*, 2002, vol.1, 326.
- VENTORUZZO M., *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1055.
- VENTORUZZO M., *The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler – Fiat*, 2015, disponibile sul sito http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2574236, 3.
- VENTORUZZO M., *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. Comm.*, 2015, 512.
- VICARI A., *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004.
- VIGO R., *I “particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società” a responsabilità limitata e i profitti extralucrativi nel diritto societario*, in *RDS*, 2013, 604.

- VISENTINI B., *I sindacati di voto: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 1988, 16.
- VITALI M.L., *Le deviazioni dal principio di proporzionalità nell'esercizio del diritto di voto: un recente studio della Commissione europea*, in *Riv. soc.*, 2007, IV, 904.
- VITERBO C.B., *Le azioni a voto plurimo in Francia*, in *Riv. dir. comm.*, 1931, I, 220 ss. 835.
- VIVANTE C., *Contributo alla riforma delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, 316.
- VIVANTE C., *I progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, 429.
- VIVANTE C., *L'autonomia del diritto commerciale e i progetti di riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, 573.
- VIVANTE C., *Le azioni a voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. banc.*, 1925, 548.
- VIVANTE C., *Per la riforma delle società anonime. Istituzione di un ufficio centrale di controllo e di riforma sulle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1935, I, 500.
- VIVANTE C., *Proposte per la disciplina delle azioni a voto multiplo*, in *Riv. banc.*, 1925, 58.
- ZANARONE G., *sub 2479 c.c.*, in *Il codice civile Commentario*, diretto da P. Schlesinger e continuato da F.D. Busnelli, Milano, 2010, 1302.
- ZANONI A., *sub 2351*, in *Codice commentato delle s.p.a.*, diretto da Fauceglia – Schiano di Pepe, Torino, 2006, 209.
- ZINGALES L., *Insider ownership and the decision to go public*, in *Review of Economics Studies*, 1995, 425.

INDICE DELLA GIURISPRUDENZA

GIURISPRUDENZA ITALIANA

CORTE DI CASSAZIONE

Cass., 15 luglio 1926, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II, 373 ss.

Cass., 8 novembre 2005, n. 21641 in *Riv. dir. comm.*, 2005, 279.

Cass., 1 giugno 2017, n. 13875 in *www.ilcaso.it*.

CORTI DI APPELLO

App. Milano, 16 dicembre 1924, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 210 ss.;

App. Milano, 11 agosto 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 488 ss. e in *Foro it.*, 1925, I, 757 ss. con nota di A. SCIALOJA;

App. Torino, 3 giugno 1927, in *Riv. dir. comm.*, 1927, II, 405 ss. con nota di V. PAULIS.

App. Brescia, 2 luglio 2014, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1053 ss., con nota di M. VENTORUZZO

TRIBUNALI

Trib. Milano, 4 maggio 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 488 ss.;

Trib. Roma, 17 novembre 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II, 79 s.

Trib. Udine, 25 novembre 1981, in *Giur. comm.*, 1982, II, 884.

Trib. Udine 10 aprile 1981, in *Giur. comm.*, 1982, II, 884.

Trib. Udine, 5 dicembre 1997, in *Società*, 1998, 455 ss. e in *Vita Not.*, 1998, 1047 ss.

Trib. Perugia, 29 febbraio 2008, in *Giur. Comm.*, 2010, II, 304

Trib. Roma, 30 aprile 2014, n. 2964, disponibile su *www.giurisprudenzadelleimprese.it*