

**Novembre 2014**

**La disciplina del voto plurimo introdotta dal Decreto Competitività. Pegno, usufrutto e sequestro di azioni (a voto plurimo).**

*Prof. Filippo Annunziata e Dott. Alessandro Giombini, Annunziata & Conso - Studio Associato*

**1. Voto plurimo e voto maggiorato.**

Il decreto legge n. 91/2014 (cosiddetto “Decreto Competitività”) convertito in Legge.116/2014 ha apportato alla disciplina societaria nazionale alcune innovazioni di rilievo, con l’obiettivo di agevolare l’accesso alla quotazione in borsa e, in genere, l’apertura al mercato del capitale di rischio, delle imprese italiane, spesso frenate in questo processo di “apertura” dal timore di perdere il controllo della governance aziendale.

In particolare, a seguito delle modifiche introdotte dal Decreto, il quarto comma dell’art. 2531 c.c.<sup>1</sup> è stato interamente sostituito, e prevede ora la possibilità di inserire all’interno degli statuti delle società non quotate clausole relative all’emissione di azioni con diritto di voto plurimo.

Inoltre, per le società quotate, è stato introdotto, nel corpo del Testo Unico della Finanza, l’art. 127-quinquies, in forza del quale accedono nel nostro ordinamento le cosiddette “loyalty shares” che attribuiscono un diritto di voto maggiorato a coloro che posseggono azioni della società per un determinato periodo minimo di tempo (24 mesi), e l’art. 127-sexies<sup>2</sup> (azioni a voto plurimo) che, da un lato, esclude per le società quotate

---

<sup>1</sup> Comma così sostituito dall’art. 20, comma 8-bis, D.L. 24 giugno 2014, n. 91, convertito, con modificazioni, dalla L. 11 agosto 2014, n. 116: “Salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Ciascuna azione a voto plurimo può avere fino a un massimo di tre voti”.

<sup>2</sup> Art. 127 sexies, TUF: “(1). In deroga all’articolo 2351, quarto comma, del codice civile, gli statuti non possono prevedere l’emissione di azioni a voto plurimo.(2). Le azioni a voto plurimo emesse anteriormente all’inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato mantengono le loro caratteristiche e diritti. Se lo statuto non dispone diversamente, al fine di mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni, le società che hanno emesso azioni a voto plurimo ovvero le società risultanti dalla fusione o dalla scissione di tali società possono procedere all’emissione di azioni a voto plurimo con le medesime caratteristiche e diritti di quelle già emesse limitatamente ai casi di: a) aumento di capitale ai sensi dell’articolo 2442 del codice civile ovvero mediante nuovi conferimenti

la possibilità di emettere azioni a voto plurimo di cui all'art. 2351 c.c. e, dall'altro, fa salve le caratteristiche e i diritti delle medesime azioni già in circolazione prima dell'inizio delle negoziazioni.

Tornando alle cd. "azioni a voto plurimo" – riservate, salvo quanto si dirà, ad emittenti non quotati - si tratta di azioni che conferiscono al titolare un maggior numero di voti in sede assembleare, fino ad un massimo di 3 voti per ogni azione posseduta. Ne consegue, per il titolare delle azioni, una posizione rafforzata con riferimento all'esercizio dei diritti amministrativi.

Il voto plurimo non deve sussistere necessariamente per ogni assemblea, o per qualsiasi oggetto all'ordine del giorno della stessa, in quanto il suo esercizio può essere previsto limitatamente a particolari argomenti, o al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Le caratteristiche delle azioni possono dunque modularsi in funzione delle esigenze dell'emittente: potrà trattarsi di un diritto di voto plurimo riferito a tutte le assemblee, o a singole tipologie (ad esempio: assemblea ordinaria; assemblea straordinaria), o a singole materie di competenza dell'assemblea ordinaria e/o straordinaria. Diversamente da quelle con voto maggiorato, riservate alle società quotate, questa tipologia di azioni è espressamente individuata quale categoria speciale di azioni.

La possibilità di prevedere all'interno dello statuto l'emissione di azioni a voto plurimo vorrebbe essere un incentivo per le PMI<sup>3</sup> al superamento della naturale diffidenza che – come noto – caratterizza l'apertura ai mercati di capitali da parte di imprese che allo stato attuale, risultano essere soprattutto a conduzione familiare. In quest'ottica, il "potere gestionale più che proporzionale" potrebbe risultare un elemento utile ad agevolare l'accesso alla quotazione in borsa<sup>4</sup>.

Dall'analisi del Decreto emergono ulteriori fattori che vorrebbero essere di "stimolo" alla quotazione delle PMI, tra i quali si segnalano:

- riduzione da 120.000,00 a 50.000,00 euro del capitale sociale minimo per la costituzione di una Società per Azioni (in vigore dal 25 giugno 2014);

---

*senza esclusione o limitazione del diritto d'opzione; b) fusione o scissione. (3). Nel caso previsto dal comma 2 gli statuti non possono prevedere ulteriori maggiorazioni del diritto di voto a favore di singole categorie di azioni né ai sensi dell'articolo 127-quinquies. (4). Ove la società non si avvalga della facoltà di emettere nuove azioni a voto plurimo ai sensi del comma 2, secondo periodo, è esclusa in ogni caso la necessità di approvazione delle deliberazioni, ai sensi dell'articolo 2376 del codice civile, da parte dell'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria delle azioni a voto plurimo".*

<sup>3</sup> Viene introdotta la nozione di PMI con azioni quotate, intendendosi per tali le società quotate che abbiano un fatturato, in base al bilancio approvato relativo all'ultimo esercizio non superiore a 300 milioni di euro o una capitalizzazione media di mercato nell'ultimo anno solare inferiore ai 500 milioni di euro.

<sup>4</sup> Consob, Quaderni giuridici, "La deviazione dal principio un'azione – un voto e le azioni a voto multiplo", S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'Eramo, N. Linciano, numero 5, gennaio 2014.

- in caso di aumento di capitale, la legge di conversione prevede, confermando quanto già introdotto dal d.l. n. 91/2014, che l'offerta di opzione sia resa nota sul sito internet della società (con modalità, però, atte a garantire la sicurezza del sito, l'autenticità dei documenti e la certezza della data di pubblicazione) ovvero, in mancanza, mediante deposito presso la sede della società, in aggiunta al deposito presso l'ufficio del registro delle imprese. Il termine per l'esercizio del diritto di opzione viene inoltre ridotto da 30 a 15 giorni, allineando la disciplina delle società non quotate a quella delle quotate;
- libertà per le PMI con azioni quotate di prevedere, all'interno dello statuto, l'obbligo di OPA ad una soglia minima non inferiore al 25%, né superiore al 40%;
- per le PMI quotate, aumento dal 2% al 5% della soglia delle partecipazioni rilevanti<sup>5</sup>, che determina l'obbligo di comunicazione alla società partecipata e alla CONSOB, mentre il limite rilevante per le partecipazioni reciproche<sup>6</sup> viene portato dal 2% al 5% per le S.p.A. quotate, e dal 5% al 10% per le PMI quotate.

In sede di conversione del Decreto è stata introdotta una disciplina di coordinamento per le società che abbiano emesso azioni a voto plurimo, e che successivamente accedano al processo di quotazione. L'art. 127 – *sexies*, comma 1, TUF<sup>7</sup>, prevede infatti – per gli emittenti quotati – la disapplicazione del quarto comma del “nuovo” art. 2351 c.c., sancendo l'impossibilità di inserire all'interno degli statuti societari clausole che prevedano l'emissione di azioni a voto plurimo. Tuttavia, nel caso in cui una società per azioni, prima di accedere alla quotazione, si sia avvalsa della facoltà di emissione di azioni a voto plurimo, al fine di mantenere inalterato il rapporto tra le diverse categorie di azioni, la società ha la possibilità di procedere all'emissione di nuove azioni *della stessa tipologia con le medesime caratteristiche e diritti di quelle già emesse*. Tale facoltà è però limitata ai casi di: (i) aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 del

---

<sup>5</sup> Art. 120, comma 2, TUF: “*Coloro che partecipano in un emittente azioni quotate avente l'Italia come Stato membro d'origine in misura superiore al due per cento del capitale ne danno comunicazione alla società partecipata e alla Consob. Nel caso in cui l'emittente sia una PMI, tale soglia è pari al cinque per cento*”.

<sup>6</sup> Art. 121, comma 1, 2, TUF: “(1) *Fuori dai casi previsti dall'articolo 2359-bis del codice civile, in caso di partecipazioni reciproche eccedenti il limite indicato nell'articolo 120, comma 2, la società che ha superato il limite successivamente non può esercitare il diritto di voto inerente alle azioni eccedenti e deve alienarle entro dodici mesi dalla data in cui ha superato il limite. In caso di mancata alienazione entro il termine previsto la sospensione del diritto di voto si estende all'intera partecipazione. Se non è possibile accertare quale delle due società ha superato il limite successivamente, la sospensione del diritto di voto e l'obbligo di alienazione si applicano a entrambe, salvo loro diverso accordo. (2). Il limite richiamato nel comma 1 è elevato al cinque per cento, ovvero, nei casi previsti dall'articolo 120, comma 2, secondo periodo, al dieci per cento, a condizione che il superamento della soglia da parte di entrambe le società abbia luogo a seguito di un accordo preventivamente autorizzato dall'assemblea ordinaria delle società interessate*”.

<sup>7</sup> Art. 127, *sexies*, comma 1, TUF: “*In deroga all'articolo 2351, quarto comma, del codice civile, gli statuti non possono prevedere l'emissione di azioni a voto plurimo*”.

codice civile ovvero mediante nuovi conferimenti senza esclusione o limitazione del diritto d'opzione; (ii) fusione o scissione. Allo stesso modo, la società non può prevedere ulteriori maggiorazioni del diritto di voto a favore di singole categorie di azioni né ai sensi dell'art. 127 – *quinquies*. Si tratta, quindi, di deroghe limitate, previste al fine, essenzialmente, di consentire di non alterare i rapporti di forza presenti all'interno della compagine azionaria, prima della quotazione della società. Ma, proprio per tale ragione, le azioni così emesse non possono prevedere “caratteristiche e diritti” diverse da quelli già attribuiti in base alla disciplina di cui la società si era avvalsa, ai sensi dell'art. 2351 c.c., prima della quotazione

## **2. Pegno, usufrutto e sequestro di azioni (a voto plurimo). La maggiorazione del titolo si trasferisce col diritto di voto? In caso di cessione si può prevedere un meccanismo analogo a quello delle società quotate?**

La costituzione di pegno, usufrutto e sequestro<sup>8</sup> su azioni comporta, in base alle regole generali, l'attribuzione del voto in capo al titolare del diritto, seppure con alcune possibilità di deroga. In particolare, l'art. 2352 configura l'attribuzione del diritto di voto al creditore pignoratizio ed all'usufruttuario come semplice effetto naturale della costituzione del diritto reale sul titolo partecipativo, facendo espressamente salva la “convenzione contraria”<sup>9</sup>. L'usufruttuario e il creditore garantito da pegno potranno perciò accordarsi diversamente, pattuendo la permanenza del diritto di voto in capo al socio per tutte ovvero soltanto per determinate sessioni assembleari.

Nell'ipotesi di sequestro<sup>10</sup>, invece, la norma non pare ammettere deroghe rispetto all'attribuzione del diritto di voto al custode.

---

<sup>8</sup> Art. 2532 c.c.: “(1) Nel caso di pegno o usufrutto sulle azioni, il diritto di voto spetta, salvo convenzione contraria, al creditore pignoratizio o all'usufruttuario. Nel caso di sequestro delle azioni il diritto di voto è esercitato dal custode. (2) Se le azioni attribuiscono un diritto di opzione, questo spetta al socio ed al medesimo sono attribuite le azioni in base ad esso sottoscritte. Qualora il socio non provveda almeno tre giorni prima della scadenza al versamento delle somme necessarie per l'esercizio del diritto di opzione e qualora gli altri soci non si offrano di acquistarlo, questo deve essere alienato per suo conto a mezzo banca od intermediario autorizzato alla negoziazione nei mercati regolamentati. (3) Nel caso di aumento del capitale sociale ai sensi dell'articolo 2442, il pegno, l'usufrutto o il sequestro si estendono alle azioni di nuova emissione. (4) Se sono richiesti versamenti sulle azioni, nel caso di pegno, il socio deve provvedere al versamento delle somme necessarie almeno tre giorni prima della scadenza; in mancanza il creditore pignoratizio può vendere le azioni nel modo stabilito dal secondo comma del presente articolo. Nel caso di usufrutto, l'usufruttuario deve provvedere al versamento, salvo il suo diritto alla restituzione al termine dell'usufrutto. (5) Se l'usufrutto spetta a più persone, si applica il secondo comma dell'articolo 2347. (6) Salvo che dal titolo o dal provvedimento del giudice risulti diversamente, i diritti amministrativi diversi da quelli previsti nel presente articolo spettano, nel caso di pegno o di usufrutto, sia al socio sia al creditore pignoratizio o all'usufruttuario; nel caso di sequestro sono esercitati dal custode”.

<sup>9</sup> Sulla necessità di rompere la “co-abitazione” nel medesimo articolo di due diritti tanto diversi, quanto a struttura e funzione, quali il pegno e l'usufrutto: S. Poli, Il pegno di azioni, op. cit., pp. 617ss.

<sup>10</sup> Art. 2905, 1 comma, c.c.: “Il creditore può chiedere il sequestro conservativo dei beni del debitore, secondo le regole stabilite dal codice di procedura civile”.

Per ciò che riguarda il “destino” delle azioni a voto plurimo eventualmente oggetto della costituzione di tali diritti, è opportuno ricordare che le stesse configurano, come già ricordato, una vera e propria categoria speciale. Ne deriva che le azioni a voto plurimo mantengono “la maggiorazione del diritto” anche in caso di cessione di quote a titolo oneroso o gratuito, ovvero nell’ipotesi di costituzione di diritti di pegno, usufrutto o sequestro: la soluzione deriva, *de plano*, dalla circostanza per la quale il diritto di voto “rafforzato” è attribuito all’azione in quanto tale, e dunque ne costituisce un elemento, per così dire “strutturale”, tale appunto da giustificare il riconoscimento, a favore di queste azioni, della natura di categoria speciale.

Dubbia è, invece, la soluzione per le azioni a voto maggiorato, previste nell’ambito della disciplina degli emittenti quotati. In proposito, va ricordato che tali azioni, in ipotesi di cessione a terzi, perdono la maggiorazione, essendo la stessa subordinata alla detenzione delle azioni stesse da parte del titolare per un periodo previsto dallo statuto, ma comunque non inferiore a 24 mesi. Orbene, nelle ipotesi di pegno, sequestro ed usufrutto, le azioni non formano oggetto di *cessione* a terzi: piuttosto, sulle stesse vengono a costituirsi diritti specifici, disciplinati dalla legge. Seguendo tale impostazione, se ne potrebbe dedurre che il voto maggiorato si trasferisca in capo al titolare del diritto. In senso contrario, si potrebbe tuttavia ritenere che la disciplina maggiorazione del voto si caratterizza proprio per la sua attenzione al profilo della *stabilità* della permanenza del socio nella compagine azionaria (e all’esercizio del voto che ne deriva): il trasferimento del voto ad un terzo soggetto, diverso dal socio iscritto nell’elenco previsto dalla legge, potrebbe allora configurare un’ipotesi di cessazione del diritto di voto maggiorato, in quanto quest’ultimo verrebbe esercitato da un soggetto diverso dall’originario titolare dello stesso. Tra le due ipotesi, allo stato sembrerebbe preferibile la seconda, anche sulla base della circostanza per la quale le azioni a voto maggiorato non configurano, a differenza di quelle di cui all’art. 2351 c.c., una categoria speciale. La questione è tuttavia, allo stato, dubbia, ma si può ritenere che lo statuto della società possa regolare espressamente tali ipotesi, al fine di evitare dubbi applicativi della nuova disciplina.