

Consiglio Nazionale del Notariato

Studio n.40-2024/I

LA NUOVA DISCIPLINA DEL VOTO PLURIMO E DEL VOTO MAGGIORATO NELLA LEGGE A SOSTEGNO DELLA COMPETITIVITÀ DEI CAPITALI

di Federico Magliulo

(Approvato telematicamente dalla Commissione Studi d'Impresa il 22 marzo 2024)

Abstract

La legge 5 marzo 2024 n. 21, recante interventi a sostegno della competitività dei capitali, ha apportato modifiche alla disciplina del voto plurimo nelle società per azioni di cui all'art. 2351 c.c. nonché alla disciplina del voto maggiorato nelle società quotate di cui all'art. 127-quinquies del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58.

Si tratta del punto di approdo di un tormentato processo normativo diretto a sostenere la competitività dei capitali, che aveva già condotto il legislatore ad introdurre nel sistema positivo, con il D.L. 24 giugno 2014 n. 91, convertito nella L. 11 agosto 2014 n. 116, il voto plurimo, un tempo vietato nell'originario testo dell'art. 2351 c.c., nonché le azioni a voto maggiorato nelle società quotate.

E tuttavia la minore flessibilità del nostro ordinamento rispetto a quella di altri paesi ha ora indotto il legislatore italiano ad ampliare la portata del voto plurimo e del voto maggiorato fino ad un massimo di dieci voti per azione.

Tale intervento normativo costituisce l'occasione, non solo per analizzare le innovazioni introdotte nel sistema, ma anche per fare il punto sulla disciplina vigente del voto plurimo e del voto maggiorato.

SOMMARIO: 1. Le esigenze di riforma della disciplina del voto plurimo e del voto maggiorato - 2. Il principio di proporzionalità - 3. Gli antecedenti storici delle azioni a voto plurimo - 4. Le critiche al principio della correlazione tra potere di gestione e rischio di impresa ed al principio della contendibilità del controllo - 5. Gli studi europei sul principio di proporzionalità - 6. L'effettiva portata del principio OSOV - 7. La reintroduzione delle azioni a voto plurimo nell'ordinamento italiano - 8. L'ampliamento del voto plurimo e del voto maggiorato attuato dalla legge n. 21/2024 - 9. Abito di applicazione delle azioni a voto plurimo e delle azioni a voto maggiorato - 10. Azioni a voto plurimo e correlazione fra potere di gestione e rischio di impresa - 11. Esiguità delle prescrizioni normative in materia di voto plurimo - 12. Le diverse tipologie di azioni a voto plurimo - 12.1. Le azioni a voto plurimo come categoria azionaria: possibile coesistenza di diverse categorie di azioni a voto plurimo nella stessa società - 12.2. Azioni a voto plurimo limitato a particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni - 12.3. Azioni a voto plurimo non costituenti una categoria azionaria - 12.4. Le diverse possibili configurazioni quantitative del voto plurimo - 13. Diritti spettanti alle azioni a voto plurimo in relazione ai *quorum* che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale - 14. I diritti diversi dal voto spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale - 15. La rinuncia al diritto di voto plurimo - 16.

Aumento del capitale sociale in presenza di azioni a voto plurimo - 17. L'introduzione delle azioni a voto plurimo successivamente alla costituzione della società - 18. L'introduzione delle azioni a voto plurimo ed il diritto di recesso - 19. Le ulteriori novità in materia di azioni a voto maggiorato

1. LE ESIGENZE DI RIFORMA DELLA DISCIPLINA DEL VOTO PLURIMO E DEL VOTO MAGGIORATO

La legge 5 marzo 2024 n. 21, recante *“Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti”*, ha introdotto talune modifiche alla disciplina del voto plurimo nelle società per azioni di cui all'art. 2351 c.c. nonché alla disciplina del voto maggiorato nelle società quotate di cui all'art. 127-*quinquies* del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (“Tuf”)¹.

Tale provvedimento legislativo costituisce il punto di approdo di un tormentato processo normativo diretto a sostenere la competitività dei capitali, che aveva già condotto il legislatore ad introdurre nel sistema positivo, con il D.L. 24 giugno 2014 n. 91, convertito nella L. 11 agosto 2014 n. 116, il voto plurimo, un tempo vietato nell'originario testo dell'art. 2351 c.c., nonché le azioni a voto maggiorato nelle società quotate².

E tuttavia siffatte innovazioni non sono state evidentemente ritenute sufficienti a raggiungere gli obiettivi del legislatore, tant'è che, come si legge nella relazione illustrativa al citato provvedimento legislativo, *“Gli ambiti di intervento coperti da questo intervento normativo sono stati individuati attraverso un processo avviato dal report “OECD Capital Market Review of Italy far 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers (OECD Capital Market Series)”, commissionato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e pubblicato dall'OCSE alla fine di gennaio del 2020.*

A questo ha fatto seguito - su impulso del Ministero dell'economia e delle finanze e in raccordo con le Autorità di settore (Consob e Banca d'Italia), le Associazioni di categoria e i principali operatori di mercato - un'analisi sistematica degli studi e delle criticità emerse dal citato report, al fine di

¹ Come rilevato da ASSONIME, Circolare n. 6 del 13 marzo 2024, Legge 5 marzo 2024, n. 21: *interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali*, 94, nt. 183, *“In un primo momento, il disegno di legge aveva previsto solamente una modifica alla disciplina del voto plurimo per rafforzare l'effetto di moltiplicazione del voto. La norma sul voto maggiorato rafforzato è stata inserita nel corso dell'esame al Senato per rispondere all'esigenza, di fornire anche alle società già quotate la possibilità di fruire di un quadro normativo più competitivo”*.

² In argomento v. G. FERRI Jr., *Azioni a voto plurimo e voto maggiorato: profili tipologici*, in *Riv. not.*, 2015, 761; M. S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015, 134; P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, *Riv. soc.*, 2015, 448; C. TEDESCHI, *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*, in *Società*, 2015, 1073; M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. Comm.*, 2015, 491; V. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato, “voti plurimi senza azioni” e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. Soc.*, 2015, 164; E. MARCHISIO, *La maggiorazione del voto (art. 127 quinquies T.U.F.): recompense al socio “stabile” o trugace del socio di controllo?*, *BBTC*, 2015, 78; C. F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giur. Comm.*, 2015, 779; C. MOSCA, *La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie opa. (D.L. 24 giugno 2014, n. 91, in G.U. n. 144 del 24 giugno 2014, convertito con modificazioni dalla L. 11 agosto 2014, n. 116, in G.U. n. 192 del 20 agosto 2014, s.o. n. 72)*, in *NLCC*, 2015, 863; G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corr. Giur.*, 2015, 153; 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 a voto maggiorato, in *Società*, 2014, 1048; M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio “un'azione, un voto” tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Riv. not.*, 2014, 921; E. RIMINI, *Voto maggiorato, voto plurimo*, in *Trattato delle società*, diretto da V. Donativi, Tomo IV, 262, Milano, 2022.

individuare aree della regolamentazione e delle prassi di vigilanza che evidenziassero profili poco coerenti con lo sviluppo della competitività dei mercati di capitali italiani.

Le conclusioni di questo lavoro hanno portato alla pubblicazione, nel 2022 del Libro Verde su "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto de/La crescita", che ha stimolato una consultazione pubblica ampiamente partecipata dagli operatori di mercato, dalle associazioni, nonché dagli esponenti del mondo accademico.

Le analisi hanno individuato diverse aree nelle quali introdurre modifiche di possibile semplificazione e razionalizzazione del quadro normativo e regolamentare, tali da rendere più efficiente non solo l'accesso, ma anche la permanenza delle imprese sui mercati dei capitali, senza tuttavia ridurre i presidi a tutela degli investitori e dell'integrità dei mercati stessi"³.

Con riferimento al voto plurimo, la medesima relazione rileva che *"Proprio la minore flessibilità del nostro ordinamento rispetto a quella di altri paesi e la maggiore onerosità del processo di quotazione in Italia hanno suscitato il maggiore dibattito del quale si dà conto nel Libro Verde, e sono stati ritenuti un Limite alla competitività dei nostri mercati dei capitali"⁴.*

2. IL PRINCIPIO DI PROPORZIONALITÀ

Nel sistema positivo, già con l'avvento della riforma del diritto societario del 2003, i diritti diversi che connotano una categoria azionaria potevano riguardare anche il diritto di voto nell'assemblea dei soci.

³ In particolare, nel citato Libro Verde si rileva, per quanto interessa in questa sede, che:

- *"meritano un'adeguata analisi i possibili profili di svantaggio competitivo del nostro ordinamento considerato che, nonostante l'introduzione del voto plurimo e del voto maggiorato già presenti anche nel nostro ordinamento a partire dal 2014, negli ultimi anni alcuni gruppi italiani hanno trasferito la sede sociale in altro Stato membro (quasi sempre l'Olanda, salvo in un caso il Lussemburgo)" (p. 14);*
- *"Tra le altre possibili aree di evoluzione dell'ordinamento è stata inoltre avviata una riflessione sull'efficacia delle previsioni normative che consentono un potenziamento dei diritti di voto (voto plurimo e maggiorato) e sull'opportunità di un possibile potenziamento di tali misure per favorire l'apertura delle società italiane al mercato e/o la scelta dell'Italia come Stato di costituzione e quotazione, come richiamato in numerosi studi. Ad oggi quasi un terzo (70) delle società quotate italiane ha adottato il voto maggiorato, mentre sono rari i casi (4) in cui le società quotate hanno adottato il voto plurimo prima della quotazione. Se da un lato, il voto maggiorato sembra essere piuttosto diffuso tra le società quotate di medie dimensioni e con assetti proprietari più concentrati e potrebbe favorirne una maggiore apertura al mercato nel lungo termine, il voto plurimo appare ancora scarsamente utilizzato. Un motivo di questa scarsa utilizzazione potrebbe risiedere nel limitato fattore moltiplicatore (1:3) che appare delimitato rispetto alla previsione di altri ordinamenti e che evidentemente non è sufficiente a facilitare e incentivare il ricorso al mercato dei capitali. Al riguardo, tenendo conto dell'evoluzione degli ordinamenti europei e internazionali, potrebbe essere opportuno riflettere su un possibile rafforzamento dell'effetto moltiplicatore, almeno per la vigente disciplina del voto plurimo a favore delle società di possibile futura quotazione" (p. 32).*

⁴ V., infatti, ASSONIME, Circolare n. 6 del 13 marzo 2024, cit., 92, secondo cui il fenomeno della migrazione di società italiane verso ordinamenti più permissivi *"ha iniziato a svilupparsi a partire dal 2013 e ha assunto ora dimensioni molto significative: si tratta di 13 società di diritto estero quotate sul mercato regolamentato italiano a fine 2023 che pesano per il 24% dell'intero mercato; la rilevanza delle società estere cresce se si considerano le società del FTSE MIB, dove le estere pesano il 26% dell'indice. La maggior parte dei recenti spostamenti della sede legale all'estero (in Olanda) è stata accompagnata anche dalla scelta di usufruire della maggiore flessibilità nella disciplina del voto plurimo; in questi casi, la stessa documentazione pubblicata dalla società in preparazione dell'operazione di trasferimento indicava tra le motivazioni proprio l'opportunità di avvalersi di questo aspetto specifico dell'ordinamento societario olandese"*.

Tale diritto, di regola, è dominato dal principio di proporzionalità, secondo cui esso spetta all'azionista in proporzione alla propria partecipazione al capitale sociale.

Si tratta, invero, di un fenomeno che rappresenta il portato del principio capitalistico⁵ che connota la società per azioni e la società a responsabilità limitata e che si contrappone all'opposto principio del voto per teste, caratteristico delle società cooperative.

Quest'ultimo principio è enunciato nell'art. 2538, secondo comma, c.c., secondo cui nelle società cooperative, di regola, *"Ciascun socio cooperatore ha un voto, qualunque sia il valore della quota o il numero delle azioni possedute"*.

Il primo principio è, invece, consacrato nell'art. 2351, primo comma, c.c., secondo cui nelle società per azioni *"Ogni azione attribuisce il diritto di voto"*, onde a ciascun azionista compete, di regola, un numero di voti pari al numero delle azioni possedute.

Per la verità, dal punto di vista letterale, tale disposizione pone non già il principio della proporzionalità del voto alla partecipazione al capitale sociale, bensì quello della proporzionalità del voto al numero delle azioni possedute.

E tuttavia, in un sistema caratterizzato dall'inderogabilità del principio secondo cui le azioni hanno eguale valore nominale o comunque rappresentano tutte un'uguale frazione del capitale sociale (art. 2346, secondo comma, c.c.)⁶, il principio *one share one vote* ("OSOV") finisce con l'esprimere in fatto un rapporto di proporzionalità del diritto di voto rispetto alla quota di capitale sociale detenuta da ciascun socio⁷.

⁵ In argomento v. G. P. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011, 26 e ss.

⁶ Peraltro, anche in ordinamenti che ammettono la possibilità di emettere azioni di diverso valore nominale, è possibile l'affermazione del principio di proporzionalità fra il diritto di voto e la quota di capitale posseduta laddove si preveda che il diritto di voto sia commisurato non già al numero delle azioni possedute, ma al valore nominale delle stesse, come avviene in Olanda e in Belgio.

In particolare, in Olanda il *Dutch Civil Code* prevede, agli artt. 2:118 paragrafo 2 e 2:228 paragrafo 2, che, se il capitale sociale è diviso in azioni di uguale valore nominale, ad ogni azione spetta un diritto di voto (*"If the authorized share capital is divided into shares of an equal nominal amount, each shareholder may cast as many votes as he holds shares"*). Ma, in base, agli artt. 2:118 paragrafo 3 e 2:228 paragrafo 3, se il capitale è diviso in azioni di diverso valore nominale, a ciascuna azionista spetta un numero di voti corrispondente al valore nominale complessivo della sua partecipazione sociale diviso per il valore nominale delle azioni munite del più basso valore nominale (*"If the authorized share capital is divided into shares of an unequal nominal amount, the number of votes that may be cast by each shareholder is equal to the total nominal amount of his shares divided by the nominal amount of the smallest share issued by the Corporation; parts of votes are neglected"*). Tale regola è derogabile dallo statuto, consentendosi in tale modo di disattendere il principio di proporzionalità. In particolare, ciò è previsto:

- nelle società chiuse (*"besloten vennootschap"*), per le quali l'art. 2:228, quarto comma, dispone che *"It is possible to derogate in the articles of incorporation from paragraph 2 and 3"*;
- sia pure con alcune limitazioni, nelle società aperte (*"naamloze vennootschap"*), per le quali l'art. 2:118, quinto paragrafo, dispone che *"It is possible to derogate in another way from the provisions of paragraph 2 and 3 in the articles of incorporation, provided that no more than six votes are granted to one single shareholder if the authorized share capital is divided into one hundred shares or more, and that no more than three votes are granted to one single shareholder if the authorized share capital is divided into less than one hundred shares"*.

La regola della proporzionalità del voto al valore nominale dell'azione è sancita, sia pure senza particolari deroghe, anche dal *Code des Sociétés* belga, il cui art. 7:51 dispone che *"Lorsque les actions représentent une part égale du capital, chacune donne droit à une voix. Lorsqu'elles n'ont pas toutes la même valeur représentative du capital, leur titulaire a droit à un nombre de voix égal au nombre de fois que l'action représentant le montant le plus faible est comprise dans la valeur totale que ses actions représentent dans le capital; les fractions de voix ne sont pas prises en considération, excepté dans les cas prévus à l'article 7:155"*.

⁷ Più esplicite al riguardo sono:

Il principio OSOV non è, peraltro, privo di eccezioni⁸, anche se nei diversi ordinamenti e nelle diverse epoche storiche si riscontra un tendenziale sfavore nei confronti delle possibili deroghe al medesimo.

Le ragioni di tale diffidenza legislativa attengono principalmente a due ordini di problemi.

In primo luogo, viene in rilievo, al riguardo, uno dei principi cardine del diritto societario, costituito dalla correlazione tra i poteri gestori ed il rischio di impresa⁹.

In altri termini il sistema positivo ha spesso posto alla base delle regole di *governance* societaria l'assunto secondo il quale colui che dispone di poteri gestori dell'azienda sociale è indotto ad esercitarli con maggiore oculatezza e ponderazione se egli sa che i rischi economici e/o le responsabilità connessi a tale esercizio ricadono sulla propria persona. Al contrario colui che sa di non correre alcun rischio potrebbe essere indotto ad esercitare il potere di gestione in modo avventato e spregiudicato o per scopi personali, esponendo l'azienda sociale a rischi inaccettabili¹⁰.

Tale *ratio legis* traspare, ad esempio, nel vigente sistema italiano:

- nelle norme in materia di responsabilità illimitata dei soci accomandatari per le obbligazioni sociali nelle società in accomandita (artt. 2313 e 2452 c.c.) e nell'assoggettamento a siffatta responsabilità illimitata per i soci accomandanti che violino in divieto di immistione (art. 2320 c.c.);
- nell'assoggettamento, ex art. 2497 c.c., delle società o gli enti che esercitano attività di direzione e coordinamento di società, agendo nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società medesime, a responsabilità diretta nei confronti dei soci di queste per il pregiudizio arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale, nonché nei confronti dei creditori sociali per la lesione cagionata all'integrità del patrimonio della società¹¹.

-
- la legge tedesca, atteso che il § 134 dell'*Aktien Gesetz (AktG)* dispone che il diritto di voto è esercitato in proporzione al valore nominale delle azioni ("*Das Stimmrecht wird nach Aktiennennbeträgen, bei Stückaktien nach deren Zahl ausgeübt*");
 - il *Code de commerce* francese, il cui art. L225-122 prevede che "*le droit de vote attaché aux actions de capital ou de jouissance est proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent et chaque action donne droit à une voix au moins*".

⁸ Per la verità dell'inderogabilità di siffatto principio già prima della riforma societaria si era dubitato, in quanto alcuni autori avevano sostenuto che "*il principio del voto proporzionale – un voto per azione – [...] ha carattere solo dispositivo e non esclude quindi che statutariamente possa essere previsto, anche dopo l'entrata in vigore del nuovo codice, il voto scalare [...] essendo imperativo solo il principio che ogni azionista deve avere almeno un voto*" (A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, Milano, 1960, 13).

⁹ N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in N. ABRIANI – S. AMBROSINI – O. CAGNASSO – P. MONTALENTI, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, T. 1, Padova, 2010, 231 e ss.; M. MAROCCHI, *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Contratto e impr.*, 2014, 221; E. BARCELLONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato*, Torino, 2012.

¹⁰ Un esempio di tale modo di ragionare, nella dottrina economica, si rinviene nella teoria dei costi di agenzia sostenuta da M.C. JENSEN e W.H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and capital Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, 3, 315 e ss., secondo cui "*If a wholly-owned firm is managed by the owner, he will make operating decisions that maximize his utility [...] If the owner-manager sells equity claims on the corporation which are identical to his own (i.e., which share proportionately in the profits of the firm and have limited liability), agency costs will be generated by the divergence between his interest and those of the outside shareholders, since he will then bear only a fraction of the costs of any non-pecuniary benefits he takes out in maximizing his own utility*".

¹¹ Cfr., tuttavia, S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCIANO, *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, Quaderno giuridico Consob n. 5 del gennaio 2014, 30, secondo cui, nel vigore dell'abrogato divieto di emettere azioni a voto plurimo, il sistema contemplava "*numerosa fattispecie di rischio senza potere. Ossia di ipotesi in cui il rischio partecipativo è*

A fronte di tale scelta legislativa, il ceto imprenditoriale ha, al contrario, sempre aspirato ad esercitare il controllo dell'azienda sociale anche senza disporre della maggioranza del capitale sociale.

Nondimeno il principio *OSOV* esprime nel nostro ordinamento un rapporto di proporzionalità del diritto di voto solo in relazione ai valori imputati a capitale attribuibili a ciascuna azione sulla base della divisione fra il valore del capitale sociale ed il numero delle azioni in circolazione, e non anche ai valori non imputati a capitale, quale il sovrapprezzo.

Ciò fa sì che la correlazione fra potere di gestione e rischio di impresa espressa dalla menzionata regola sia, per così dire, imperfetta, dal punto di vista del costo sostenuto per l'assunzione della partecipazione, in quanto siffatta regola non è in grado di tradurre il concetto di carattere eminentemente economico insito in tale costo.

Essa, infatti, non attribuisce rilevanza alle ragioni economiche che abbiano indotto alcuni soci a versare, a fronte dell'assegnazione in proprio favore di ciascuna singola azione, una somma maggiore o minore di quella versata da altri soci.

Tale diversità di valore, infatti, potrebbe essere giustificata, ad esempio, dalla necessità per i soci entranti di compensare economicamente i plusvalori presenti nel patrimonio sociale, al fine di non espropriare i soci originari di tali valori, ovvero di altre utilità apportate dai soci originari alla società. In tal caso, invero, non vi sarebbe alcuna alterazione della regola di correlazione fra potere di gestione e rischio di impresa basata su criteri economici.

Ma la menzionata diversità di valore potrebbe anche essere ascrivibile ad altre cause, quali, ad esempio, un'errata valutazione di convenienza. Ed in tal caso evidentemente l'ordinamento non può prendere in considerazione le ragioni economiche poste alla base dell'apporto di capitale di rischio.

Nondimeno, se si prescinde dal costo sostenuto per l'assunzione della partecipazione e si considera, invece, il valore corrente della stessa, il rischio del socio di perdere tale valore, in caso di dissesto della società, è espresso in linea di principio dalla caratura della partecipazione rispetto al capitale sociale. Sotto tale profilo, dunque, la regola *OSOV* può riflettere una correlazione fra potere e rischio corretta anche dal punto di vista economico.

In secondo luogo, il principio *OSOV* è stato considerato, soprattutto nelle società quotate, opportuno al fine di assicurare la contendibilità del controllo societario.

In quest'ottica si è, infatti, da tempo rilevato, da studiosi di ispirazione liberista, che siffatta contendibilità espone gli amministratori al pericolo di essere in ogni momento sostituiti da colui che acquistasse il controllo della società, onde essi sarebbero indotti, in tal modo, a cercare di ottenere i massimi risultati possibili, al fine di mantenere sempre elevato il prezzo di mercato delle azioni¹².

sopportato dal socio nonostante questi non abbia un potere corrispondente d'influenzare l'agire della società (azioni senza voto, a voto limitato, a voto condizionato, tetto massimo, voto scalare). Viceversa, il divieto di azioni a voto multiplo testimonierebbe una diffidenza e una resistenza normativa decisamente maggiore nei confronti dell'opposto fenomeno del potere senza rischio".

¹² V. per tutti H. G. MANNE, *Mergers and the Market for Corporate Control*, in *The Journal of Political Economy*, vol. 73, n. 2, 1965, 113, secondo cui "The lower the stock price, relative to what it could be with more efficient management, the more attractive the take-over becomes to those who believe that they can manage the company more efficiently. And the potential return from the successful takeover and revitalization of a poorly run company can be enormous"; J. SELIGMAN, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, in *54 Geo.Wash. L. Rev.*, 1986, 687 e ss.

3. GLI ANTECEDENTI STORICI DELLE AZIONI A VOTO PLURIMO

Il dibattito sull'opportunità di introdurre nei sistemi normativi deroghe al principio di proporzionalità è rimasto, dal punto di vista storico, straordinariamente acceso anche in epoche assai risalenti.

Basti al riguardo ricordare che il codice di commercio del 1882, all'art. 157, primo comma, prevedeva che *“ogni socio ha un voto ed ogni azionista ha un voto fino a cinque azioni da lui possedute. L'azionista che possiede più di cinque e fino a cento azioni, ha un voto ogni cinque azioni, e per quelle che possiede oltre il numero di cento ha un voto per ogni venticinque azioni [...] Nell'atto costitutivo o nello statuto può essere derogato a queste disposizioni”*.

Dunque, nel codice di commercio abrogato il principio di proporzionalità era naturalmente attenuato, ma si lasciava ampio spazio all'autonomia privata, consentendo sia l'introduzione in forma piena di tale principio sia la previsione di forme più estreme di voto non proporzionale, quali le azioni a voto plurimo¹³.

L'unico limite era, infatti, costituito dal principio sancito dall'art. 164, primo comma, secondo cui *“Le azioni devono essere di uguale valore, e conferiscono ai loro possessori eguali diritti, se non è stabilito altrimenti nell'atto costitutivo, salvo sempre ad ogni azionista il diritto di voto nell'assemblea generale”*, donde l'inammissibilità in tale sistema di azioni prive del diritto di voto¹⁴.

Durante la prima guerra mondiale, a fronte delle pesanti svalutazioni monetarie verificatesi in Europa, emerse diffusamente l'esigenza di stabilizzare il governo societario, al fine di prevenire le scalate da parte del c.d. *“capitale di ventura”*, differenziando gli azionisti imprenditori dagli azionisti meri risparmiatori. A tal fine *“si ritenne – in Francia, in Germania, in Italia e un po' dovunque – che il metodo migliore per ottenere questa differenziazione fosse quello di creare, accanto alle azioni ordinarie, una speciale categoria di azioni a voto plurimo riservate ai gruppi di comando delle società e delle banche che le sostenevano. Unica preoccupazione fu, allora, quella di evitare gli abusi delle azioni a voto plurimo, che si erano avuti soprattutto in Francia con l'emissione di azioni munite ciascuna fino a cento e multipli di cento voti rispetto alle azioni ordinarie munite di un solo voto”*¹⁵.

A fronte di tale problema, già allora gli studiosi italiani si divisero fra coloro che si dichiaravano a favore di tale istituto e della possibilità di prevenirne gli abusi con opportuni correttivi¹⁶ e coloro che al contrario avversavano il medesimo¹⁷.

¹³ Cfr. A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, in *Foro it.*, 1925, I, 757.

¹⁴ Secondo M. S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei, Relazione svolta nel XXVIII Convegno di studio su UNIONE EUROPEA: CONCORRENZA TRA IMPRESE E CONCORRENZA TRA STATI*, Courmayeur, 19-20 settembre 2014, 9 *“È più che probabile che il legislatore del 1882 abbia stabilito che non fosse possibile emettere azioni senza il diritto di voto sulla base di una concezione a priori della partecipazione sociale, dell'azione e della qualità di socio dell'azionista, alla quale si è forse aggiunta una generica preferenza per un ordinamento democratico della società per azioni, come pare testimoniato anche dalla storia di altri ordinamenti europei. In ogni caso, l'atteggiamento più democratico del legislatore del 1882 (quanto meno rispetto al legislatore italiano attuale) è confermato anche dalla considerazione che il legislatore del 1882 poneva come regola dispositiva quella del voto a scaglioni, che riduce il peso dei soci che detengono quote significative del capitale e disincentiva investimenti diretti alla conquista di un incontrastato predominio assembleare”*.

¹⁵ A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, Milano, 1960, 7.

¹⁶ C. VIVANTE, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, 429.

Nel frattempo, lo stesso ordinamento francese, con la legge 13 novembre 1933, rese obbligatorio il principio di proporzionalità, prevedendo che *“dans les assemblées des actionnaires, le droit de vote attaché aux actions est obligatoirement proportionnel à la quantité du capital souscrit qu’elles représentent respectivement”* e vietando in conseguenza le azioni a voto plurimo.

Il dibattito si risolse in Italia con l’emanazione del codice civile del 1942, che bandì dal sistema positivo sia le azioni a voto plurimo che quelle prive del diritto di voto, ammettendo unicamente le azioni privilegiate a voto limitato¹⁸.

Alla base di tale scelta fu addotta la considerazione che *“Il punto più controverso in questa materia era rappresentato dalle così dette “azioni a voto plurimo” attorno alle quali in tempi relativamente recenti si accese in dottrina ed in giurisprudenza tanto vivace dibattito, mentre anche la pratica esprimeva sull’utilità di esse discordanti giudizi. Vagliate le varie ragioni addotte a favore e contro l’istituto, è parso che le seconde dovessero prevalere sulle prime, e il codice, uscendo dall’agnosticismo legislativo dal quale quel dibattito trasse origine, ha escluso espressamente la liceità di questo tipo di azioni [...] Le emissioni di azioni a voto plurimo si riconnettono infatti ad una fase ormai superata della nostra struttura finanziaria. Sganciata providamente l’attività produttrice dalle interferenze bancarie ed eliminate nel nuovo sistema di economia controllata le avventurose velleità di “scalate”, il sistema del voto plurimo, che fu volta a volta un comodo strumento di dominio o un necessario strumento di difesa, non ha più un’apprezzabile funzione”*¹⁹.

4. LE CRITICHE AL PRINCIPIO DELLA CORRELAZIONE TRA POTERE DI GESTIONE E RISCHIO DI IMPRESA ED AL PRINCIPIO DELLA CONTENDIBILITÀ DEL CONTROLLO

¹⁷ Basti ricordare al riguardo i lavori della Sotto-commissione Reale (Pres. D’Amelio) del 1925 nel quadro del progetto di riforma del codice di commercio, citati da A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, cit., 8, ove si legge: *“I motivi che resero diffidente la maggioranza della Sotto-commissione verso le azioni a voto plurimo sono di ordine essenzialmente pratico. La maggioranza della Sotto-commissione si domandò se il voto plurimo non faciliti troppo l’infedeltà delle società anonime a ristretti gruppi finanziari, i quali, sicuri della loro stabilità, potrebbero finire per curare più gli interessi propri che quelli della maggioranza degli azionisti. Che il controllo delle banche finanziatrici sulle industrie finanziate sia da noi in certi limiti una necessità, è indubbio; ma la maggioranza della Sotto-commissione si domandò, se, attraverso il voto plurimo, non si corra il rischio di trasformare tale controllo in un asservimento sistematico, generatore di monopoli sempre più rigidi e pericolosi. Sembrò alla maggioranza della Sotto-commissione troppo ottimistica e irrealistica la concezione che molti hanno del voto plurimo, come di un istituto volto a difendere dagli attacchi di gruppi estranei i laboriosi fondatori di una società, che ad essa hanno conferito il meglio della loro intelligenza e della loro capacità, magari un brevetto o un segreto di fabbrica, ecc. La questione va considerata anche dal suo rovescio. Del voto plurimo non saranno i fondatori della società che si varranno all’atto della costituzione della società, perché col voto plurimo è molto più difficile trovare capitali per il collocamento delle azioni. Sarà durante la vita della società, quando la società si sia già affermata ed avviata e il suo dominio sia più ambito, che i diversi gruppi cercheranno di impadronirsene e di consolidare col voto plurimo il possesso. E allora non è detto che la manovra riesca più facile a coloro i quali con la loro opera hanno creato la fortuna della società, piuttosto che a gruppi estranei di speculatori addestrati a questo genere di operazioni [...] Il pericolo che il voto plurimo, invece di essere l’arma di difesa dei benemeriti creatori della industria, possa diventare l’istrumento con cui audaci gruppi finanziari possano consolidare una posizione di fortuna conquistata con un abile colpo di borsa non sembra trascurabile: specialmente in Italia, dove, a differenza di altri paesi (es. Francia), i titoli azionari delle società sono nella grande massa o flottanti sul mercato o nelle mani delle banche, e dove l’impossessamento della maggioranza, necessaria per far approvare dall’assemblea il voto plurimo, non è operazione che presenti difficoltà insormontabili”*.

¹⁸ Cfr. il vecchio testo dell’art. 2351 c.c. secondo cui *“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”*.

¹⁹ *Relazione alla Maestà del Re Imperatore* n. 955.

Tuttora, peraltro, il principio della correlazione tra potere di gestione e rischio di impresa e quello della contendibilità del controllo, storicamente poste alla base dell'avversione nei confronti dell'alterazione del principio di proporzionalità, sono stati oggetto di critiche ad opera di una parte autorevole della dottrina.

Contro il principio della correlazione tra potere di gestione e rischio di impresa si è addotto talora la mancanza di una base scientifica dello stesso²⁰, talaltra la considerazione che l'obbligatorietà della regola di proporzionalità può "a) spingere le imprese a ricorrere ad altri strumenti di rafforzamento del controllo, tendenzialmente più opachi, quali i gruppi piramidali o le partecipazioni incrociate; b) scoraggiare la quotazione delle imprese; c) disincentivare l'acquisizione di una posizione di controllo nelle società (e quindi ridurre gli incentivi allo scrutinio dell'operato dei managers); d) in certe condizioni, scoraggiare scalate potenzialmente efficienti"²¹.

Contro il principio della contendibilità del controllo si è addotta la considerazione che la minaccia di una scalata può indurre nel *management* l'assunzione di comportamenti anomali, non diretti ad accrescere il valore dell'azienda sociale, bensì a privilegiare il conseguimento di risultati a breve termine, penalizzando quelli a medio e lungo termine²².

²⁰ Cfr. la lucida ricostruzione di M. S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei, Relazione svolta nel XXVIII Convegno di studio su UNIONE EUROPEA: CONCORRENZA TRA IMPRESE E CONCORRENZA TRA STATI*, Courmayeur, 19-20 settembre 2014, 5, secondo cui siffatto principio "non ha [...] alcuna base scientifica. A prescindere dalle numerose deroghe, anche legislative, che si possono individuare, non vi è alcuna garanzia che chi rischia di più sia più cauto, più assennato e lungimirante di chi rischia di meno. [...] Inoltre l'applicazione del principio "un'azione, un voto" non garantisce che prevalga il punto di vista di chi è più incentivato a un comportamento responsabile perché rischia di più a una perdita economica: se in una società un socio ha il dieci per cento del capitale (assumendo che il capitale possa sempre misurare il rischio) e tutti gli altri soci abbiano percentuali di partecipazione inferiori, il principio "un'azione, un voto" potrebbe far prevalere la coalizione di chi rischia di meno su chi rischia individualmente di più. Infine i processi decisionali non sono solo condizionati dall'interesse economico, specie nelle società "chiuse" (che in Italia sono la larga maggioranza delle società per azioni), nelle quali sono presenti dinamiche fondate su rapporti familiari o su capacità di leadership di soci che non sempre sono quelli che hanno investito di più. Insomma, si può dire che l'applicazione del principio "un'azione, un voto" può in molti casi portare alla decisione più cauta e ponderata, ma non vi sono garanzie che lo faccia; e che giustamente il legislatore non lo ha imposto, in alcun paese d'Europa, dando a esso il ruolo di norma imperativa, bensì a quello di norma dispositiva o suppletiva".

Ciononostante, a mio avviso, il principio della correlazione tra potere di gestione e rischio di impresa, pur non potendo garantire in modo assoluto la corretta gestione delle società, può giustificare una regola basata su un profilo tipologico, come tale fondato sull'*id quod pleumque accidit*, piuttosto che sulla ricorrenza quasi matematica di un rapporto causa – effetto. Si tratta, del resto, di un approccio ricorrente nell'opera del legislatore.

²¹ Così S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCIANO, *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, cit., 12 e s., secondo i quali, inoltre, "l'adozione di sistemi non proporzionali di voto incentiva l'attività di monitoring del management dal parte del blockholder, poiché riduce i costi associati alla detenzione di una partecipazione significativa in una sola impresa, ossia i costi legati alla mancata diversificazione del portafoglio, alla detenzione di un asset potenzialmente illiquido e i costi finanziari legati all'acquisto della partecipazione stessa. La deviazione dal principio "un'azione – un voto" riduce tali costi, in quanto permette all'azionista di controllare una percentuale di voti più che proporzionale rispetto all'investimento effettuato e di ridurre il livello di rischio firm-specific che questi deve sostenere".

²² Secondo C. RABITTI BEDOGNI, *Opa e mercato*, Roma, 1999, 48, "questa visione dell'efficienza dei takeovers (che in letteratura economica viene definita come «neoclassica») ha subito profonde modificazioni nel corso degli ultimi anni: molti studiosi hanno sottolineato come la minaccia di una scalata può indurre eccessivo short-termism o generare altri comportamenti da parte del management che non necessariamente aumentano il valore dell'impresa. Inoltre, diversi lavori empirici condotti (soprattutto con riguardo alle banche) su vari paesi hanno mostrato come vi siano scarse differenze fra le performances prima dell'acquisizione (misurate attraverso vari indicatori tra cui anche l'andamento dei prezzi di borsa) delle società target, dove il management è stato effettivamente rimosso, e quelle invece dove ciò non è avvenuto". V., infatti, A. PEACOCK - G. BANNOCK, *Corporate takeovers and the public interest*, The David Hume Institute, Aberdeen, 1991, secondo cui «there is no evidence to suggest that takeovers have a positive effect on overall economic performance, as measured by rates of investment and growth in GDP. On the contrary, cogent

5. GLI STUDI EUROPEI SUL PRINCIPIO DI PROPORZIONALITÀ

Il tema è stato, in epoca relativamente recente, oggetto di attenzione a livello internazionale per effetto di uno studio sul principio di proporzionalità nell'Unione Europea²³ effettuato su impulso della Commissione Europea, al fine di verificare l'opportunità di armonizzare le legislazioni degli stati membri sul punto.

Da tale studio è emerso che nelle legislazioni analizzate si contrappongono due diversi principi: quello della proporzionalità del voto al possesso azionario, *One share One vote* ("OSO") e quello della libertà delle società di regolare l'esercizio del diritto di voto come ritenuto più opportuno, *Inherent Right to Self Organisation* ("IRSO").

La maggior parte delle legislazioni oggetto di indagine adottano soluzioni intermedie, che prevedono la presenza di *control-enhancing mechanisms* ("CEMs")²⁴ diretti a temperare il principio OSO²⁵, sia pure con la previsione di meccanismi atti a prevenire abusi²⁶.

arguments can be advanced suggesting that takeovers may encourage companies to forego long-term investments projects and reflect managerial decisions which improve managerial incomes without a concomitant improvement in managerial performance»; L. LOWENSTEIN, Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation, in Columbia Law Review, Vol. 83, N. 2 (Mar., 1983), 249 e s.; C. E. PUPO, Le società con voto maggiorato come società "duali": il quadro comparato e quello italiano, in Società, 2023, 533.

Del pari, secondo S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCIANO, *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, cit., 14 e s., "la minaccia di scalata può produrre effetti indesiderati. Infatti, il rischio di scalate può alterare il comportamento dei managers, piuttosto che indurli a porre in essere strategie volte alla creazione di valore: essi potrebbero agire in modo da rendere l'impresa meno attraente (ad esempio, stipulando con i lavoratori contratti di lungo periodo molto generosi); investire meno in capitale umano firm specific a favore di investimenti in competenze generiche più spendibili nel mercato del lavoro; preferire strategie di investimento volte a realizzare guadagni nel breve periodo piuttosto che nel lungo [...] Con riguardo alle imprese che presentano una proprietà dispersa, alcuni studiosi hanno dimostrato come sistemi non proporzionali di voto possano favorire la realizzazione di operazioni di acquisizione del controllo efficienti mitigando il noto problema del free riding. Tale problema deriva dall'esistenza di elevati costi di coordinamento che impediscono agli azionisti di un'impresa a proprietà dispersa di individuare una strategia comune di risposta all'offerta di uno scalatore, per cui ogni azionista assume le proprie decisioni ritenendosi ininfluenza ai fini dell'esito finale dell'offerta stessa. Tale comportamento può determinare l'insuccesso di operazioni di acquisizione efficienti, vale a dire in grado di accrescere il valore dell'impresa che ne è oggetto". Cfr. al riguardo J. GROSSMAN - OLIVER D. HART, *Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation* Sanford, in *The Bell Journal of Economics*, vol. 11, N. 1, 1980, 42 e ss.

²³ *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, studio commissionato nel 2007 dalla Commissione Europea a Shearman & Sterling LLP, all'Institutional Investor Service (ISS) e all'European Corporate Governance Institute (ECGI). Lo studio analizza la legislazione di 16 stati membri dell'Unione Europea (Belgio, Danimarca, Estonia, Francia, Finlandia, Germania, Grecia, Ungheria, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Olanda, Polonia, Spagna, Svezia e Regno Unito) e altri tre stati extraeuropei (Australia, Giappone e USA).

²⁴ M. S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei, Relazione svolta nel XXVIII Convegno di studio su UNIONE EUROPEA: CONCORRENZA TRA IMPRESE E CONCORRENZA TRA STATI*, Courmayeur, 19-20 settembre 2014, 6 evidenzia che con tale espressione si allude alle deroghe al principio "un'azione, un voto" che "possono in teoria risolversi in un incremento dei poteri sia della minoranza, come avviene quando si prevedono meccanismi di voto a scaglioni e si accordano poteri di veto agli azionisti che raccolgano una certa aliquota dei voti, oppure in un incremento dei poteri dei soci di controllo". Nondimeno, a suo avviso, l'espressione "Control Enhancing Mechanisms" "appare più appropriata per le deroghe che rafforzano i poteri dei soci di controllo".

²⁵ "Even countries which have, to some extent, formally adopted the OSOV principle authorise the use of a number of CEMs. As a result, CEMs are widely available in all of the countries reviewed: all CEMs but one are available in more than 40% of the jurisdictions and six of them are available in more than 80%, which tends to indicate that the IRSO principle is deeply rooted in all legal cultures".

Nondimeno l'attitudine dei sistemi derogatori del principio di proporzionalità a creare costi sociali derivanti dalla distruzione del valore delle aziende non è risultata dimostrabile sul piano scientifico²⁷, pur essendo tali sistemi generalmente percepiti negativamente dagli investitori²⁸.

Fra i più comuni CEMs, diretti a derogare al principio di proporzionalità, sono state indicate dallo studio citato le azioni a voto multiplo, diffuse in particolare in Svezia ed in Olanda, ma ammesse anche in Danimarca, Francia, Ungheria, Irlanda, Polonia, Finlandia, Regno Unito, USA e Giappone²⁹.

Peraltro, anche laddove molte legislazioni nazionali consentono alle società di introdurre nei loro statuti taluni CEMs sopra illustrati, non sempre le società si avvalgono di tale facoltà³⁰.

La non univocità dei risultati emersi dal citato studio aveva indotto la Commissione Europea a non ritenere opportuno un intervento del legislatore comunitario in relazione all'affermazione del principio OSOV ed anzi il Piano d'Azione della Commissione Europea per la modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario del 2012 aveva *“riproposto una riflessione sul tema con particolare riferimento al profilo dell'opportunità di incentivare gli azionisti a investimenti di lungo periodo, anche attraverso l'utilizzo di azioni a voto multiplo (e in particolare, delle loyalty shares), sulla falsariga di quanto già previsto in alcuni ordinamenti come quello francese”*³¹.

Tant'è che, allo stato³², l'unica norma dettata dal diritto comunitario in relazione al principio di proporzionalità ed alle sue possibili deroghe è quella prevista dalla regola di neutralizzazione

²⁶ *“In most cases, CEMs are significantly regulated in order to prevent abuse. Relevant regulations mostly include well-grounded principles of corporate law and often add specific rules to enhance the protection of shareholders. Transparency of CEMs is also an issue addressed in all jurisdictions which have been studied: CEMs are generally subject to a wide variety of disclosure obligations, including initial disclosure requirements and on-going disclosure requirements”.*

²⁷ *“The review of the empirical economic literature provides many important insights into the causes and consequences of disproportional ownership but does not give a robust answer to the question of whether disproportional ownership creates social costs by destroying firm value. This is partly because firm value is the sum of the market value of outside equity and private benefits accruing to whoever is in control. While the former can be measured relatively easily, the latter cannot. In addition, the estimates of the effect of disproportional ownership on the market value of outside equity are often unreliable. The empirical survey concludes that the evidence on the control enhancing mechanism discount is tenuous”.*

²⁸ *“A majority of the investors surveyed perceive all CEMs negatively”.*

²⁹ Nondimeno nella maggior parte dei paesi che ammettono tali azioni sono previsti limiti alla possibilità di prevedere il voto multiplo ed in particolare *“(i) there is a limit to the number of votes per share with the same par value, for instance two (France), ten (Denmark, Hungary and Sweden) or 1,000 (Japan), (ii) the multiple voting rights shares are not allowed to represent more than a certain percentage of the share capital (50% in Hungary) or (iii) the multiple voting rights have only a limited impact on decisions by the general meetings of shareholders that require more than a simple majority (Denmark, Finland and Sweden)” (Report on the Proportionality Principle in the European Union).*

³⁰ *“while most of the countries in the sample provide companies with relative freedom to implement certain CEMs if they so desire, not all companies choose to exercise such freedom. In the United Kingdom, for example, most of the CEMs discussed in this Study are not prohibited by the local legislation (in fact, ten out of the thirteen CEMs discussed in this Study are available for use by British companies). Nevertheless, market practice and market expectations do not encourage the use of many of the available CEMs. Out of the twenty recently listed United Kingdom companies surveyed for the purposes of this Study, none have introduced CEMs. Out of the twenty large United Kingdom companies, only one featured the use of multiple voting rights shares and none of these companies introduced non voting shares (without preference), pyramid structures, or cross-shareholdings, although these CEMs are permitted under the United Kingdom legislation” (Report on the Proportionality Principle in the European Union).*

³¹ S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCIANO, *La deviazione dal principio “un'azione – un voto” e le azioni a voto multiplo*, cit., 9.

Anche in questo caso un ruolo paradigmatico è stato svolto dalla legislazione francese nella quale è stato da tempo introdotto nel *Code de commerce* il voto doppio per le azioni detenute per almeno due anni.

³² Peralto, come rilevato da ASSONIME, *Circolare n. 6 del 13 marzo 2024*, cit., 93, *“A livello europeo, nel 2020 è stato pubblicato uno Studio, commissionato dalla Commissione europea, sul funzionamento dei mercati azionari primari e secondari nell'UE, che ha*

(*breakthrough rule*) sancita dall'art. 11 della Direttiva 21 aprile 2004 n. 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto, secondo cui:

- *“quando un'offerta è stata resa pubblica [...] Le restrizioni al diritto di voto previste nello statuto della società emittente non hanno effetto nell'assemblea generale che decide su misure di difesa [...] I titoli a voto plurimo conferiscono soltanto un voto nell'assemblea generale che decide su eventuali misure di difesa”;*
- *“Quando, a seguito di un'offerta, l'offerente detiene il 75% o più del capitale con diritto di voto, le eventuali restrizioni [...] ai diritti di voto di cui” sopra “e qualsiasi diritto straordinario degli azionisti riguardante la nomina o la revoca di membri dell'organo di amministrazione previsto nello statuto della società emittente non vengono applicati; i titoli a voto plurimo conferiscono soltanto un voto nella prima assemblea generale che segue la chiusura dell'offerta, convocata dall'offerente per modificare lo statuto societario o revocare o nominare i membri dell'organo di amministrazione”;*
- tali disposizioni *“non si applicano ai titoli quando le restrizioni ai diritti di voto sono compensate con vantaggi pecuniari specifici”.*

Le ragioni poste alla base di tale disposizione sono illustrate nel diciannovesimo considerando della citata direttiva, secondo cui *“Gli Stati membri dovrebbero adottare le misure necessarie per garantire a qualsiasi offerente la possibilità di acquisire una partecipazione di maggioranza in altre società e di esercitarvi il pieno controllo. A tale scopo, le restrizioni al trasferimento di titoli, le restrizioni al diritto di voto, i diritti straordinari di nomina e i diritti di voto plurimi dovrebbero essere soppressi o sospesi durante il periodo entro il quale l'offerta deve essere accettata e quando l'assemblea generale degli azionisti decide su misure di difesa, su modifiche dello statuto o sulla revoca o la nomina di membri dell'organo di amministrazione nella prima assemblea generale degli azionisti che segue la chiusura dell'offerta”.*

E' tuttavia chiaro che tali misure non sarebbero in grado di *“garantire a qualsiasi offerente la possibilità di acquisire una partecipazione di maggioranza in altre società e di esercitarvi il pieno controllo”*, laddove le deroghe al principio di proporzionalità presenti nello statuto fossero tali da assicurare il controllo di diritto della Società - e dunque la maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria - ad un soggetto che possieda più 25% del capitale con diritto di voto.

Peraltro, in base all'art. 12 della Direttiva 21 aprile 2004 n. 2004/25/CE, gli Stati membri possono riservarsi il diritto di non esigere che le società con sede sociale nel loro territorio, applichino la menzionata regola di neutralizzazione, pur precisandosi che, quando si avvalgono di tale opzione, gli Stati membri devono comunque conferire alle società con sede sociale nel loro territorio la facoltà, che è reversibile, di applicare la regola medesima.

individuato una serie di misure da adottare per contribuire al progresso della Capital Markets Union, favorendo un ambiente migliore per la quotazione di società di diverse dimensioni ed eliminando le potenziali barriere economiche e tecniche relative ai mercati primari e secondari della UE. Lo Studio individua, tra le aree di intervento, anche la necessità di consentire una maggiore flessibilità nella creazione delle strutture azionarie, permettendo l'emissione di dual class shares per incoraggiare un maggior numero di imprese a conduzione familiare ad accedere al mercato. Indicazioni analoghe sulla necessità di una maggiore flessibilità nella configurazione delle strutture di voto e di consentire l'adozione di azioni a voto multiplo, come le dual-class shares e le loyalty shares, emergono dai Rapporti del High Level Forum on the Capital Markets Union e del TESG (Technical Expert Stakeholder Group on SMEs) del 2021. Sulla scia di queste iniziative, il 7 dicembre 2022, la Commissione europea ha presentato, nell'ambito di un set più ampio di proposte legislative (cd. Listing Act) una proposta di direttiva che introduce l'obbligo per gli Stati membri di consentire l'ammissione alla negoziazione di società che adottano il voto multiplo su un mercato di crescita per le PMI, sulla base di alcune norme minime comuni. La proposta di direttiva, insieme alle altre proposte del Listing Act, è attualmente in fase di approvazione a livello di trilatero”.

Di tale diritto si è avvalso anche lo Stato Italiano quando - con D.L. 29 novembre 2008, n. 185, convertito, con modificazioni, dalla L. 28 gennaio 2009, n. 2 – fu modificato il primo comma dell'art. 104-*bis* del Tuf, prevedendo la facoltatività dell'adozione della regola di neutralizzazione per le società italiane quotate, diverse dalle società cooperative.

Fra le regole di neutralizzazione che lo statuto può adottare, in base all'art. 104-*bis* del TUF, figura anche quella secondo cui nel periodo di adesione all'offerta nelle assemblee chiamate a decidere sugli atti e le operazioni previsti dall'articolo 104 (le c.d. difese) le azioni a voto plurimo conferiscono soltanto un voto e non si computano i diritti di voto assegnati ai sensi dell'articolo 127-*quinquies* del Tuf.

6. L'EFFETTIVA PORTATA DEL PRINCIPIO OSOV

Alla stregua di tale complesso quadro normativo, non si può che concordare con quanto affermato da autorevole dottrina, secondo cui *“La storia e il diritto comparato dimostrano dunque che l'opzione per il principio “un'azione, un voto” è frutto di una decisione politica”*³³.

Nulla assicura, infatti, *a priori* che l'adozione del principio in questione o di sistemi derogatori del medesimo possa *in ogni caso* assicurare una più efficiente gestione delle aziende societarie.

In altri termini la scelta fra sistemi diretti a privilegiare la democrazia assembleare e sistemi diretti a conferire maggiore potere ai soci di riferimento dipende dal contesto socio - economico che caratterizza un determinato momento storico e dalla concorrenza di altri ordinamenti più permissivi, che inevitabilmente esercitano una *vis attractiva* nei confronti del ceto imprenditoriale.

In ogni caso anche l'adozione di una prospettiva legislativa diretta a conferire il massimo spazio all'autonomia privata nel configurare meccanismi limitativi dell'operatività del principio OSOV non può fare a meno di confrontarsi con le valutazioni degli operatori di mercato e degli investitori.

Costoro, infatti, accetterebbero verosimilmente limitazioni ai propri diritti di *voice* solo quando il progetto imprenditoriale del socio di riferimento, che reclaims maggiori poteri decisionali, sia particolarmente credibile. Diversamente essi non avrebbero convenienza ad accettare di investire il proprio denaro in capitale di rischio senza disporre di adeguati diritti di *voice*.

7. LA REINTRODUZIONE DELLE AZIONI A VOTO PLURIMO NELL'ORDINAMENTO ITALIANO

La riforma del diritto societario aveva, peraltro, già apportato alcune deroghe al tradizionale principio di proporzionalità, ma solo tramite la previsione di limiti all'attribuzione del diritto di voto

³³ M. S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei, Relazione svolta nel XXVIII Convegno di studio su UNIONE EUROPEA: CONCORRENZA TRA IMPRESE E CONCORRENZA TRA STATI*, Courmayeur, 19-20 settembre 2014, 4. Nello stesso senso ASSONIME, Circolare n. 10 del 7 aprile 2015, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, 8, secondo cui *“il principio un'azione un voto non costituisce una regola ontologicamente collegata all'organizzazione dell'impresa collettiva in forma di società per azioni, anzi le scelte in ordine ai principi di attribuzione del diritto di voto alle azioni risultano il frutto di una decisione di politica legislativa da soppesare alla luce degli interessi o delle esigenze che si intendono privilegiare o soddisfare”*.

che escludevano talune azioni dal voto, mantenendo, per altro verso, il divieto delle azioni a voto plurimo.

Si tratta in particolare della previsione di azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative ovvero della previsione della limitazione del diritto di voto ad una misura massima o della disposizione di scaglionamenti.

In quest'ottica, dunque, come è stato esattamente osservato³⁴, il sistema della riforma prevedeva solo la possibilità di diminuire la portata del principio *OSOV*, ma non di ampliarla.

Nondimeno il legislatore della riforma non aveva ritenuto di superare il tradizionale divieto di emissione di azioni a voto plurimo.

L'art. 2351, quarto comma, c.c., nel testo risultante dalla riforma del diritto societario, disponeva, infatti, che *“Non possono emettersi azioni a voto plurimo”*.

Senonché la prassi operativa delle società ha dimostrato che tale intento legislativo rimaneva il più delle volte confinato in un ambito meramente teorico, anche a causa dello scarso successo riscosso dalle azioni prive del diritto di voto o a voto limitato.

L'inarrestabile aspirazione del ceto imprenditoriale al controllo della gestione aziendale indipendentemente dalla percentuale di possesso azionario³⁵ aveva, infatti, condotto all'aggiornamento dei menzionati limiti tramite gli istituti *<<delle piramidi societarie e delle plurime catene di controllo, che da noi vengono in gergo impropriamente riferite come “scatole cinesi”>>* e dei sindacati di voto³⁶.

Tali istituti aveva di fatto consentito una sostanziale dissociazione fra proprietà e controllo della ricchezza senza che a tale fenomeno fosse almeno associata un'adeguata trasparenza degli assetti societari.

Ciò ha posto il legislatore italiano di fronte alla concorrenza di tali ordinamenti ed al rischio che gli imprenditori italiani fossero indotti, per evitare scalate ostili specie da parte di investitori stranieri³⁷, a trasferire le proprie aziende all'estero per fruire di tali facilitazioni normative.

E' così accaduto che il D.L. 24 giugno 2014 n. 91, convertito, con modificazioni, dalla L. 11 agosto 2014 n. 116, aveva in un primo tempo evitato di introdurre nel sistema codicistico l'istituto delle

³⁴ M. BIONE, *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, cit., 673; ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 6.

³⁵ Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCIANO, *La deviazione dal principio “un'azione – un voto” e le azioni a voto multiplo*, cit., 45, che citano al riguardo l'esperienza americana ove *<< Le azioni a voto multiplo si sono diffuse anche tra le società operanti nel settore high-tech (quali Google, Facebook, LinkedIn, Groupon, Zynga, ecc.). Queste ultime si caratterizzano per avere una doppia struttura azionaria, che ha consentito ai soci fondatori (ritenuti i soggetti più qualificati in un'ottica di sviluppo e visione di lungo termine della società) di detenere il controllo senza avere la maggioranza del capitale. Le azioni a voto multiplo sono state un fattore essenziale, affinché i soci fondatori decidessero di quotare le azioni ordinarie di tali società. Le prime, invece, non vengono quotate; normalmente, esse sono mantenute in portafoglio dai soci fondatori (o da fondi di private equity), non sono trasferibili o sono convertite in azioni di classe ordinaria al loro trasferimento oppure in base a una cd. “sunset clause”>>*.

³⁶ Cfr. G. ROSSI, *Proprietà, controllo, mercato: una triade scomposta*, in AA.VV., *Proprietà e controllo dell'impresa. Il modello italiano, stabilità o contendibilità? Atti del Convegno di studi (Courmayeur, 5 ottobre 2007)*, Milano 2008, 15 e ss. Nello stesso senso S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCIANO, *La deviazione dal principio “un'azione – un voto” e le azioni a voto multiplo*, cit., 12.

³⁷ M. S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, *Relazione svolta nel XXVIII Convegno di studio su UNIONE EUROPEA: CONCORRENZA TRA IMPRESE E CONCORRENZA TRA STATI*, Courmayeur, 19-20 settembre 2014, 14 osserva che *“Ovunque esistano, la storia dimostra comunque che di fatto l'introduzione o la diffusione delle azioni a voto plurimo prese occasione da intendimenti protezionistici del controllo nazionale delle imprese industriali e finanziarie. Tutte le altre spiegazioni, che pure non mancano, sono mascheramenti di questo intendimento di fondo”*.

azioni a voto plurimo, limitandosi a prevedere nel Tuf, sulla falsariga delle *loyalty shares* francesi³⁸, il diverso istituto delle azioni a voto maggiorato nelle società quotate, al dichiarato scopo di evitare che il timore di perdere il controllo della società possa costituire, per le famiglie imprenditoriali, una remora a ricorrere al mercato del capitale di rischio tramite la quotazione in borsa

Alla base di tale innovazione legislativa era stata posta la considerazione 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. Una maggiore flessibilità nella struttura del capitale in deroga al principio "one share one vote" può consentire di aumentare la dimensione del flottante in sede di offerta al pubblico finalizzata alla quotazione ("IPO") e, di conseguenza, la liquidità delle azioni delle società quotate senza determinare una diluizione in sede assembleare per gli azionisti di riferimento. L'utilizzo di diverse classi di azioni con diritti di voto differenziati e di meccanismi di incremento del diritto di voto per gli azionisti stabili è prassi comune in altri paesi tra i quali: Francia, Olanda, Paesi nordici europei e Stati Uniti. In Italia, l'art. 2351 del codice civile, a seguito della riforma del diritto societario del 2003, consente all'autonomia statutaria di prevedere l'emissione di categorie di azioni senza diritto di voto, con voto limitato a particolari argomenti, con voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative, ma continua a vietare l'emissione di azioni con voto plurimo. Tuttavia, come evidenziato dalla letteratura economica e dalla prassi operativa, l'obbligatorietà della regola "un'azione-un voto" può spingere le imprese a ricorrere alla stipula di patti parasociali o altri strumenti di rafforzamento del controllo tendenzialmente più opachi come, ad esempio, i gruppi piramidali. Si evidenzia, inoltre, che il Piano d'Azione della Commissione Europea per la modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario del 2012 ha riproposto una riflessione sull'opportunità di incentivare gli azionisti a investimenti di lungo periodo, anche attraverso l'utilizzo di azioni a voto multiplo (con particolare riguardo alle *loyalty shares* francesi che attribuiscono un doppio voto a coloro che le abbiano detenute ininterrottamente per un certo periodo di tempo). Si rammenta che in Italia, con il d.lgs. n. 27/2010, al fine di incentivare gli investitori di lungo periodo, è stata rimessa all'autonomia statutaria delle quotate (cfr. art. 127-quater del TUF) la possibilità di prevedere un "dividendo maggiorato" (non superiore al 10% del dividendo ordinario) a beneficio degli azionisti, diversi dai soci di controllo, che abbiano detenuto in modo continuativo le azioni per un periodo individuato dagli stessi statuti, non inferiore ad un anno. Si ritiene, pertanto, importante consentire alle società quotate e quotate di prevedere una maggiorazione del voto come "premio di fedeltà" per gli azionisti di lungo periodo»³⁹.*

³⁸ Il *Code de commerce* a tale riguardo prevede come regola generale il principio di proporzionalità all'art. L225-122, secondo cui *“Sous réserve des dispositions des articles L. 225-10, L. 225-123, L. 225-124, L. 225-125, L. 22-10-46, L. 22-10-47 et L. 22-10-48, le droit de vote attaché aux actions de capital ou de jouissance est proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent et chaque action donne droit à une voix au moins. Toute clause contraire est réputée non écrite”*.

Tuttavia l'art. L225-123, primo comma, dispone che lo statuto può prevedere l'attribuzione di un voto doppio alle azioni interamente liberate e nominative detenute per almeno due anni (*“Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, peut être attribué, par les statuts à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire”*).

³⁹ *Relazione Illustrativa al Decreto Legge*.

Sulla congruità di tale *ratio legis* sono stati avanzati dubbi da M. S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei, Relazione svolta nel XXVIII Convegno di studio su UNIONE EUROPEA: CONCORRENZA TRA IMPRESE E CONCORRENZA TRA STATI*, Courmayeur, 19-20 settembre 2014, 19, secondo cui *“di per sé l'aver “tenuto” nel cassetto le azioni per molto tempo non significa essere più competente o più interessato di altri soci che sono abituati a politiche di investimento più dinamiche. Tenere azioni in portafoglio non è infatti sempre segno di prudenza, ma potrebbe nascere dal disinteresse, dall'attaccamento allo status quo o da altre ragioni, non tutte ugualmente apprezzabili dal punto di vista dell'interesse comune [...] Se poi, come prevede la legge francese, seguita dalla nostra, le azioni a voto doppio non perdono il doppio voto in caso di successione per causa di morte, diventa alquanto evidente che il*

Tale intervento normativo appariva, dunque, alquanto limitato sia dal punto di vista soggettivo, siccome afferente alle sole società quotate⁴⁰, sia dal punto di vista oggettivo, atteso che la maggiorazione del diritto di voto si limitava a prevedere che *“Gli statuti possono disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi”* (art. 127-quinquies del Tuf).

In sede di conversione in legge del D.L. 91/2014, tuttavia, all’istituto delle azioni con maggiorazione del diritto di voto era stato affiancato anche quello delle azioni a voto plurimo, tramite una norma volta a modificare direttamente l’art. 2351 c.c. con l’introduzione di un nuovo quarto comma, secondo cui *“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”*.

Il legislatore in tal modo si era decisamente schierato a favore delle istanze provenienti dal ceto imprenditoriale, sacrificando il tradizionale principio della correlazione tra potere di gestione e rischio di impresa.

Si è evidentemente ritenuto che il pregresso divieto di emissione di azioni a voto plurimo fosse facilmente aggirabile con rimedi non sempre ispirati a criteri di trasparenza, quali i menzionati fenomeni delle piramidi societarie, dei patti di sindacato e del ricorso a società appartenenti ad ordinamenti stranieri che ammettono le azioni a voto plurimo.

L’innovazione legislativa, invece, nelle intenzioni del legislatore avrebbe dovuto incentivare le famiglie imprenditoriali a perseguire le proprie istanze di controllo societario svincolato dal possesso azionario tramite le azioni in questione e, quindi, con uno strumento trasparente e percepibile dalla semplice lettura dello statuto sociale.

legislatore non ha soltanto preso come riferimento il socio dotato di visione imprenditoriale di una società innovativa che esita a lanciarsi in borsa o a imbarcare soci finanziatori, al quale si vorrebbe dare l’occasione di cedere i diritti di proprietà conservando il controllo allo scopo di permettergli di proseguire la sua opera al riparo dall’avidità short termism dei rapaci investitori: le capacità imprenditoriali infatti non si ereditano allo stesso modo in cui si ereditano le azioni. Soprattutto occorre riconoscere che, specie in contesti sociali in cui i comportamenti opportunistici sono esecrati in pubblico quanto praticati in privato (come talvolta avviene purtroppo anche nel nostro Stato), il socio più fedele di tutti è normalmente quello che può estrarre dalla società valori “privati”, non necessariamente monetari (ma anche reputazionali, eccetera) grazie al mantenimento di pacchetti azionari consistenti [...] In situazioni come quella italiana, è insomma probabile che le azioni di fedeltà a voto plurimo si caratterizzeranno più come trincee che come garanzia contro lo short termism”.

⁴⁰ Il capo II del titolo III del Tuf si applica, infatti, ai sensi dell’art. 119 del medesimo *“alle società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell’Unione Europea”*. Pertanto, come era stato esattamente osservato (ASSONIME, Circolare n. 10 del 7 aprile 2015, cit., 35), *“Non rientrano nell’ambito di applicazione della disciplina sulla maggiorazione del voto le società con titoli diffusi sul mercato e le società con titoli ammessi alla negoziazione sui sistemi multilaterali di negoziazione (che non sono “mercati regolamentati” ai sensi del Tuf) [...] Quanto ai titoli azionari oggetto di quotazione, non è necessario che siano quotate le azioni ordinarie, potendo essere quotata anche una categoria diversa di azioni (ad esempio le sole azioni di risparmio o le privilegiate). La disciplina non si applica invece a quelle società che abbiano solo titoli di debito o altri strumenti finanziari, diversi dalle azioni, quotati in mercati regolamentati”*; nello stesso senso ASSONIME, Circolare n. 6 del 13 marzo 2024, cit., 98.

“Quanto al parametro della nazionalità, per “società italiane” si intendono quelle soggette alla legge italiana, sulla base dell’art. 25 della legge 31 maggio 1995 n. 218 sul diritto internazionale privato. Queste sono le società costituite in Italia; le società costituite all’estero che abbiano collocato in Italia la sede dell’amministrazione o l’oggetto principale dell’attività; le società che abbiano trasferito dall’estero all’Italia la propria sede statutaria. Restano escluse le società italiane quotate in mercati di Paesi non appartenenti all’Unione Europea e le società estere, ovunque siano quotate” (ASSONIME, Circolare n. 10 del 7 aprile 2015, cit., 35).

A fronte di tale trasparenza, al mercato era data la possibilità di valutare più agevolmente la convenienza dell'assetto societario che ne consegue ed in conseguenza di promuovere o bocciare la relativa iniziativa imprenditoriale.

L'innovazione non era stata, tuttavia, accolta con favore dagli investitori istituzionali e dai *proxy advisor*, secondo i quali essa poteva *"comportare un sensibile effetto distorsivo in quanto riduce il peso nelle delibere assembleari di tutti gli azionisti le cui azioni restano a voto singolo, ragionevolmente proprio gli investitori istituzionali"*⁴¹.

8. L'AMPLIAMENTO DEL VOTO PLURIMO E DEL VOTO MAGGIORATO ATTUATO DALLA LEGGE N. 21/2024

E tuttavia siffatte innovazioni non sono state evidentemente ritenute sufficienti a raggiungere gli obiettivi del legislatore, alla stregua delle conclusioni raggiunte dal Libro Verde su *"La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto de/La crescita"* ed in particolare della *"minore flessibilità del nostro ordinamento rispetto a quella di altri paesi"*.

A fronte di ciò, la legge n. 21/2024 ha ulteriormente modificato l'art. 2351 c.c., aumentando da tre a dieci il numero massimo di voti attribuibili alle azioni a voto plurimo.

Per quanto attiene al voto maggiorato nelle società quotate, la legge n. 21/2024 ha innanzitutto mantenuto il principio di cui all'originario testo del comma 1 dell'art. 127-*quinquies* del Tuf, secondo cui *"Gli statuti possono disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data di iscrizione nell'elenco"* previsto al riguardo dalla legge (art. 127-*quinquies*, comma 1, del Tuf).

Nondimeno viene aggiunta l'ulteriore disposizione secondo cui *"Gli statuti possono altresì disporre l'attribuzione di un voto ulteriore alla scadenza di ogni periodo di dodici mesi, successivo alla maturazione del periodo di cui al comma 1, in cui l'azione sia appartenuta al medesimo soggetto iscritto nell'elenco"* di cui sopra *"fino a un massimo complessivo di dieci voti per azione"* (art. 127-*quinquies*, comma 2, del Tuf).

Dal tenore letterale di quest'ultima disposizione si desume che l'ampliamento del voto maggiorato fino a un massimo complessivo di dieci voti per azione non deriva automaticamente:

- dalla circostanza che lo statuto preveda il voto maggiorato nella misura minima di due voti per azione e
- dalla maturazione dell'ulteriore periodo di possesso, in ragione di un voto per ogni dodici mesi fino ad un massimo complessivo di dieci voti ad azione, successivo alla maturazione del periodo di ventiquattro mesi che attribuisce il voto maggiorato nella misura minima di due voti per azione.

Occorre, infatti, che lo statuto preveda specificamente siffatto ampliamento, onde, nel caso in cui esso si limiti a contemplare il voto maggiorato nella misura minima di due voti per azione, l'attribuzione di ulteriori diritti di voto fino ad un massimo di dieci voti per azione non troverà applicazione, anche laddove il periodo di possesso si protragga nella misura sopra prevista.

⁴¹ ASSOGESTIONI, *Voto maggiorato e voto plurimo: un vulnus al principio di one-share one-vote*, reperibile sul sito www.assogestioni.it.

Dalla nuova disposizione di cui all'art. 127-*quinquies*, comma 2, del Tuf si desume altresì che non necessariamente il voto maggiorato nella misura minima di due voti ad azione e l'ampliamento sopra illustrato debbano essere introdotti simultaneamente nello statuto.

Lo statuto potrebbe, invero, in un primo tempo limitarsi a prevedere il voto maggiorato nella misura minima di due voti di cui all'art. 127-*quinquies*, comma 1, del Tuf e, successivamente, potrebbe essere introdotta la clausola statutaria di ampliamento di cui all'art. 127-*quinquies*, comma 2, del Tuf.

Quest'ultimo comma dispone, infatti, al secondo periodo, che *“Per gli azionisti che hanno maturato la maggiorazione di cui al comma 1 e che sono iscritti nell'elenco previsto dal comma 4 alla data dell'iscrizione della delibera assembleare che modifica lo statuto ai sensi del presente comma, il periodo di maturazione ulteriore inizia a decorrere da tale data”*.

Da tale norma si desume, invero, in modo inequivocabile che l'ampliamento del voto maggiorato fino ad un massimo di dieci voti per azione possa essere disposto con modifica statutaria introdotta in epoca successiva alla previsione del voto maggiorato nella misura minima.

Ciò posto, la nuova norma pare diretta ad escludere che siffatto ampliamento possa essere disposto con efficacia retroattiva, atteso che l'*holding period* necessario per ottenere l'ampliamento del voto maggiorato inizierebbe a decorrere *“alla data dell'iscrizione della delibera assembleare che modifica lo statuto”*, espressione che sembra riferirsi all'iscrizione nel registro delle imprese di detta modifica statutaria, in ossequio al principio generale secondo cui la deliberazione recante modifica statutaria *“non produce effetti se non dopo l'iscrizione”* (art. 2436, penultimo comma, c.c.).

In conseguenza i periodi di possesso di dodici mesi successivi a quello iniziale di ventiquattro mesi maturati prima di quest'ultima data non assumono rilevanza ai fini dell'ampliamento del voto maggiorato.

Da tale punto di vista la norma adotta una soluzione opposta a quella, vigente sin dall'epoca della novella del 2014, per il caso di introduzione in statuto del voto maggiorato adottata nel corso del procedimento di quotazione in un mercato regolamentato (su cui v. *infra* § 9.), per il quale il nuovo comma 9 dell'art. 127-*quinquies* del Tuf dispone che *“la relativa clausola può prevedere che ai fini del possesso continuativo previsto dai commi 1 e 2 sia computato anche il possesso anteriore alla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 4”*.

A tale riguardo deve sottolinearsi che, in quest'ultimo caso, è possibile prevedere il computo del periodo di possesso anteriore anche per l'ampliamento del voto maggiorato previsto dal comma 2 del citato articolo. Ma, a differenza di quanto previsto dal secondo periodo del comma 2, si tratta di una fattispecie di introduzione simultanea tanto del voto maggiorato nella misura minima di due voti per azione, quanto dell'ampliamento fino ad un massimo di dieci voti per azione.

Per altro verso la norma che consente l'ampliamento con ulteriore e successiva modifica statutaria, non prevedendo limitazioni di sorta, pare applicabile anche alle società preesistenti alla novella, che contenevano in statuto il voto maggiorato nella misura minima di due voti per azioni. Del resto in tal caso la tutela del socio dissenziente pare assicurata dal diritto di recesso previsto nel nuovo testo del comma 8 dell'art. 127-*quinquies* del Tuf (su cui v. *infra* § 18.).

Alla stregua delle esposte considerazioni, appare evidente l'intento del legislatore di implementare ulteriormente in modo significativo il voto plurimo ed il voto maggiorato.

Non è facile giudicare se la *ratio legis* addotta dal legislatore sia fondata ovvero rappresenti un'indebita concessione ad una disinvolta gestione aziendale. Probabilmente solo il decorso del

tempo e l'esperienza che sarà maturata sul campo potranno aiutare a compiere con adeguata ponderazione una valutazione di tal fatta.

9. ABITO DI APPLICAZIONE DELLE AZIONI A VOTO PLURIMO E DELLE AZIONI A VOTO MAGGIORATO

Nondimeno il sovrapporsi dell'istituto delle azioni con maggiorazione del diritto di voto a quello delle azioni a voto plurimo pone all'interprete alcuni problemi di coerenza sistematica.

In astratto, invero, l'istituto delle azioni con maggiorazione del diritto di voto è circoscritto alle società quotate ovvero a quelle per le quali è in corso il procedimento di quotazione in un mercato regolamentato (art. 127-*quinques*, comma 9, del Tuf), onde in quest'ultimo caso la relativa clausola statutaria che venisse adottata prima della quotazione è assoggettata alla condizione che sopraggiunga la quotazione medesima⁴².

L'istituto delle azioni a voto plurimo, invece, è tendenzialmente inibito alle società quotate, atteso che per queste ultime l'art. 127-*sexies*, primo comma, del Tuf, rimasto immutato anche dopo la legge n. 21/2024, dispone che *"In deroga all'articolo 2351, quarto comma, del codice civile, gli statuti non possono prevedere l'emissione di azioni a voto plurimo"*.

Senonché i successivi commi del citato l'art. 127-*sexies* prevedono che:

"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 senza esclusione o limitazione del diritto d'opzione;*
- b) fusione o scissione⁴³.*

*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-*quinques*⁴⁴.*

⁴² ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 35 e 51 secondo cui *"Non si ravvisano motivi particolari che ostino a considerare legittimo l'inserimento della clausola statutaria che prevede il voto maggiorato anche in un momento antecedente alla formale presentazione della domanda di quotazione alla Borsa purché successiva alla decisione del consiglio di amministrazione di procedere alla quotazione [...] La clausola di modifica diviene quindi efficace solo se e al momento in cui la Borsa Italiana delibera in senso positivo l'ammissione a negoziazione"*.

⁴³ In argomento L. A. BIANCHI, *Operazioni straordinarie, maggiorazione del voto e azioni a voto plurimo*, in *Riv. Soc.*, 2016, 392.

⁴⁴ La norma certamente intende fare riferimento alla possibilità che, successivamente alla quotazione, si intenda introdurre nello statuto ulteriori maggiorazioni del diritto di voto cumulando all'istituto delle azioni a voto plurimo quello delle azioni a voto maggiorato. Si vuole in tal modo evitare un'eccessiva dilatazione dell'alterazione della regola di proporzionalità del voto alla partecipazione sociale (secondo ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 49 in tal modo *"si moltiplicherebbero i meccanismi di rafforzamento del diritto di voto"*).

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”.

Ne consegue che anche una società che intenda quotarsi in borsa può emettere azioni a voto plurimo un attimo prima della quotazione e mantenerle anche dopo l'inizio delle negoziazioni. Ed addirittura può emettere nuove azioni a voto plurimo con le medesime caratteristiche e diritti di quelle già emesse, sia pure al solo scopo di “mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni”⁴⁵, a meno che lo statuto non disponga diversamente⁴⁶.

Non v'è chi non veda come nelle società di nuova quotazione lo strumento delle azioni a voto plurimo sia sicuramente più conveniente per gli azionisti di riferimento rispetto alle azioni a voto maggiorato.

Le azioni a voto plurimo, infatti, consentono a ciascuna azione di avere, anche incondizionatamente, fino a un massimo di dieci voti, laddove le azioni a voto maggiorato consentono tale maggiorazione:

- fino a un massimo di soli due voti e, peraltro, a condizione che ciascuna azione fosse appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi, nonché,
- fino a un massimo complessivo di dieci voti, mediante l'attribuzione di un voto ulteriore alla scadenza di ogni periodo di dodici mesi, successivo alla maturazione del periodo di ventiquattro mesi di cui sopra, in cui l'azione sia appartenuta al medesimo soggetto.

Inoltre, le azioni a voto plurimo possono rappresentare a tutti gli effetti una categoria speciale di azioni, con la conseguenza che il detentore delle medesime può trasferire ai suoi aventi causa, anche a titolo particolare, gli speciali diritti connessi alla categoria. In tal modo l'azionista in questione può trasmettere, unitamente alle azioni in questione, anche il controllo che esse, grazie al voto plurimo, eventualmente garantiscono sulla società e conseguire, in sede di alienazione, il valore economico di tale controllo (il c.d. *majority premium*)⁴⁷.

Tuttavia a mio avviso il divieto contenuto nella norma in esame non si applica anche quando la società che ha emesso azioni a voto plurimo prima della quotazione successivamente si fonda con una società che preveda a sua volta azioni a voto maggiorato ex art 127-*quinquies* c.c. (o viceversa) o si scinda a favore di una società preesistente di tal fatta.

In tal caso, infatti, non si dà luogo all'introduzione *ex novo* di ulteriori maggiorazioni del diritto di voto, ma si conservano le situazioni preesistenti. Tale conclusione appare, a mio avviso, inevitabile laddove si accolga il principio del carattere meramente modificativo della fusione e della scissione societaria (sia consentito rinviare sul punto a F. MAGLIULO, *La fusione delle società*, Milano, 2009, 51 e ss. e a F. MAGLIULO, *La scissione delle società*, Milano, 2012, 27 ss.). In quest'ottica, infatti, il possesso delle azioni attribuite in concambio costituisce una mera continuazione del possesso delle azioni concambiate.

⁴⁵ Secondo M. S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei, Relazione svolta nel XXVIII Convegno di studio su UNIONE EUROPEA: CONCORRENZA TRA IMPRESE E CONCORRENZA TRA STATI*, Courmayeur, 19-20 settembre 2014, 15 “La soluzione del legislatore italiano, che vieta (sia pure in modo assai poco convinto e certamente non assoluto) l'emissione delle azioni a voto plurimo alle società con azioni quotate è isolata in Europa, perché le azioni a voto plurimo [...] sono state introdotte come CEMs specie avendo di mira le società più importanti, vale a dire proprio le società con azioni quotate”.

⁴⁶ Secondo ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 32, “È da escludere che la diversa previsione statutaria possa essere intesa nel senso di un ampliamento delle situazioni in cui la società è legittimata ad emettere azioni a voto plurimo. L'unico spazio che appare possibile è quindi quello di vietare in modo assoluto l'emissione delle predette azioni oppure di consentirla in limiti più ristretti rispetto a quelli indicati dal legislatore”; nello stesso senso ASSONIME, *Circolare n. 6 del 13 marzo 2024*, cit., 96.

⁴⁷ Cfr. ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 7; ASSONIME, *Circolare n. 6 del 13 marzo 2024*, cit., 94.

Al contrario le azioni a voto maggiorato non costituiscono, per espressa disposizione normativa (art. 127-*quinquies*, comma 7, del Tuf), una categoria azionaria e, pertanto, il quinto comma dell'art. 127-*quinquies* del Tuf prevede che “La cessione dell'azione a titolo oneroso o gratuito ovvero la cessione diretta o indiretta di partecipazioni di controllo in società o enti che detengono azioni a voto maggiorato previsto dai commi 1 e 2 in misura superiore alla soglia prevista dall'articolo 120, comma 2, comporta la perdita della maggiorazione del voto”.

Peraltro, laddove, come normalmente avviene, il voto plurimo connota una categoria di azioni in senso tecnico, la società avrebbe in circolazione anche altre azioni che non godono di tale privilegio.

In tal caso è noto *a priori* quale sia il numero dei voti esprimibili in assemblea, a meno che non siano state emesse azioni a voto plurimo subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. In quest'ultimo caso, infatti, il numero dei voti esprimibili in assemblea dipenderebbe dall'avveramento o meno di siffatte condizioni.

Invece il voto maggiorato di cui all'art. 127-*quinquies* del Tuf spetta, di regola, a qualunque azione che sia appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi.

Ne consegue che, nelle società che prevedano la maggiorazione del diritto di voto ai sensi dell'art. 127-*quinquies* del Tuf, non è possibile determinare *a priori* il numero dei voti esprimibili in assemblea, con la conseguenza che gli equilibri assembleari possono mutare continuamente in dipendenza della maturazione o della perdita dei requisiti necessari per l'attribuzione del voto maggiorato.

E' probabilmente per tale ragione che è posta la regola della tendenziale inammissibilità delle azioni a voto plurimo nelle società quotate e, dunque, della possibilità di introdurre in tali società un potenziamento del diritto di voto esclusivamente con la tecnica delle azioni a voto maggiorato.

Tale tecnica, infatti, comporta una minore incidenza del potenziamento del diritto di voto sulla contendibilità del controllo societario, che nelle società quotate è considerata un valore da tutelare al fine di garantire il corretto funzionamento del mercato pubblico dei capitali⁴⁸.

In quest'ottica, invero, la possibilità per qualunque azionista di disporre di un voto maggiorato, mediante il possesso continuato del titolo per il periodo prescritto dalla legge, attenua la posizione di predominio dell'originario azionista di riferimento.

Per altro verso deve ribadirsi che tale *ratio legis* subisce un notevole temperamento in dipendenza della possibilità di mantenere dopo la quotazione le azioni a voto plurimo precedentemente emesse.

Alla stregua delle esposte considerazioni, il sistema positivo, a ben vedere, inibisce l'introduzione *ex novo* delle azioni a voto plurimo solo nelle *società già quotate*.

A prima vista una siffatta disparità di trattamento fra le società non ancora quotate e quelle già quotate può generare perplessità⁴⁹.

⁴⁸ In tal senso ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 9.

⁴⁹ V., infatti, ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 9, secondo cui addirittura nelle società quotate “sotto il profilo della contendibilità non trova giustificazione un divieto assoluto di emissione di azioni a voto plurimo, ma si potrebbero introdurre correttivi normativi in grado di neutralizzare l'effetto di concentrazione del potere di voto”.

Nondimeno è probabile che, alla base di tale trattamento differenziato, sia posta la considerazione che il legislatore ha voluto in tal modo rimuovere le remore che le famiglie imprenditoriali potrebbero avere nel ricorrere alla quotazione di borsa, che verosimilmente nemmeno il ricorso alle azioni a voto maggiorato avrebbe potuto eliminare del tutto. Il ricorso alle azioni a voto maggiorato non avrebbe, infatti, consentito agli azionisti di riferimento di trasmettere e monetizzare il controllo garantito dal voto maggiorato.

Una siffatta *ratio legis*, invece, non ricorrerebbe per le società già quotate, per le quali non vi sarebbe ragione di sacrificare ulteriormente il principio della correlazione fra potere di gestione e rischio di impresa.

Per tali società, dunque, l'unica circostanza che potrebbe giustificare il sacrificio di tale principio sarebbe rappresentata dall'intento di premiare gli azionisti non speculativi, che investono stabilmente nella società.

Ma a tale scopo è sufficiente il ricorso all'istituto delle azioni a voto maggiorato, le quali, peraltro, possono essere introdotte nello statuto, anche successivamente alla costituzione ed alla quotazione della società, con una delibera assunta a maggioranza, senza che si pongano al riguardo i particolari problemi che, invece, come si avrà modo di approfondire, sussistono laddove si intenda introdurre nella società azioni di categoria, quali sono il più delle volte le azioni a voto plurimo.

In ciò probabilmente risiede la maggiore utilità, per i soci di riferimento delle società già quotate, apportata dall'introduzione delle azioni a voto maggiorato, che, specie con riferimento alla disciplina transitoria del 2014, ha suscitato le vibranti proteste degli investitori istituzionali⁵⁰.

Nondimeno la possibilità di introdurre il voto maggiorato anche nelle società già quotate, e non solo in quelle che intendono quotarsi, pare in qualche modo eccedere l'intento da cui ha preso le mosse il legislatore del 2014, laddove questi ha addotto, quale principale scopo dell'introduzione dell'istituto in esame, la circostanza 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"*.

Ed invero, una volta che la società ha fatto ingresso in borsa, tale disincentivo non potrebbe più operare e non si potrebbe più addurre tale giustificazione a sostegno della possibilità di introduzione delle azioni a voto maggiorato.

E', dunque, probabile che, per le società già quotate, l'unica *ratio* ipotizzabile è quella, anch'essa esposta nella Relazione illustrativa al D.L. 91/2014 secondo cui *"il Piano d'Azione della Commissione Europea per la modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario del 2012 ha riproposto una riflessione sull'opportunità di incentivare gli azionisti a investimenti di lungo periodo"*, onde si è ritenuto *"importante consentire alle società quotande e quotate di prevedere una maggiorazione del voto come "premio di fedeltà" per gli azionisti di lungo periodo"*.

Si tratta, peraltro, di una *ratio legis* non immune da critiche, specie da parte degli investitori istituzionali⁵¹.

⁵⁰ ASSOGESTIONI, *Voto maggiorato e voto plurimo: un vulnus al principio di one-share one-vote*, reperibile sul sito www.assogestioni.it, ove si legge: *"Gli investitori istituzionali manifestano inoltre una forte contrarietà anche rispetto alla norma transitoria che consente l'adozione del voto maggiorato, senza nemmeno l'attribuzione del diritto di recesso ai dissenzienti, con la maggioranza dell'assemblea invece che con il quorum deliberativo dei due terzi del capitale rappresentato in assemblea, come è generalmente stabilito per le modifiche statutarie dal codice civile"*.

E tuttavia proprio la minore flessibilità del nostro ordinamento rispetto a quella di altri paesi e la maggiore onerosità del processo di quotazione in Italia hanno suscitato il dibattito del quale si dà conto nel citato Libro Verde e sono stati ritenuti dall'odierno legislatore un limite alla competitività dei nostri mercati dei capitali.

10. AZIONI A VOTO PLURIMO E CORRELAZIONE FRA POTERE DI GESTIONE E RISCHIO DI IMPRESA

Ciò posto, occorre chiedersi in qual modo può essere conciliata l'introduzione dell'istituto delle azioni a voto plurimo con il tradizionale principio della correlazione fra potere di gestione e rischio di impresa e se tale principio possa ancora essere considerato uno dei pilastri del sistema positivo, alla stregua delle novità introdotte dal D.L 91/2014 e, soprattutto, dalla legge n. 21/2024.

A tale riguardo deve rilevarsi che l'introduzione nel sistema positivo delle azioni a voto plurimo nell'originaria configurazione di massimi tre voti ad azione, se isolatamente considerata, consentirebbe di disporre della maggioranza dei voti esercitabili in assemblea laddove si arrivasse a detenere più del 25% del capitale sociale.

Sotto questo profilo, dunque, le azioni dotate di tre voti ciascuna non consentirebbero di ottenere risultati sostanzialmente diversi da quelli conseguibili con le azioni prive del diritto di voto, le quali, nel caso in cui fosse stata emessa la massima quantità possibile di azioni di tal fatta, attribuirebbero al socio di riferimento la maggioranza dei voti esercitabili in assemblea detenendo più del 25% del capitale sociale in azioni a voto pieno.

Tuttavia, a ben vedere, la potenzialità eversiva del nuovo istituto sul principio della correlazione fra potere di gestione e rischio di impresa può essere apprezzata al massimo grado laddove si utilizzino *simultaneamente* sia le azioni prive del diritto di voto, di cui al secondo comma dell'art. 2351 c.c., sia le azioni a voto plurimo, di cui al quarto comma di tale articolo, già prima dell'ampliamento del voto plurimo disposta dalla legge n. 21/2024⁵².

In particolare, una società per azioni può legittimamente emettere azioni prive del diritto di voto fino alla metà del capitale sociale e contemporaneamente emettere azioni a voto plurimo munite di tre voti (che rappresentava il limite massimo consentito dalla legge prima della legge n. 21/2024).

In tal caso, per disporre di più della metà dei voti esercitabili in assemblea, occorrerebbe detenere più del 12,5% del capitale in azioni munite di tre voti ciascuna, sempreché la residua parte del capitale rappresentato da azioni munite del diritto di voto sia costituito da azioni a voto singolo⁵³.

⁵¹ V. l'appello rivolto dalle pagine del Sole 24 Ore, da investitori istituzionali internazionali, associazioni di categoria, imprese di consulenza ed accademici, secondo cui *"come insegna l'esperienza della Francia, dove queste azioni esistono da anni, quasi esclusivamente i soci di controllo si giovano di questa facoltà, potendo così di fatto essi soli raddoppiare il proprio peso nelle assemblee e così preservare la propria posizione di controllo con un minore investimento. Per questa ragione, le azioni a voto maggiorato sono particolarmente invise ai soci di minoranza, ossia agli investitori istituzionali"*.

⁵² Nel senso che *"Nulla inoltre impedisce alla stessa società non quotata di avere contemporaneamente in circolazione tutte queste categorie di azioni"* v. M. S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei, Relazione svolta nel XXVIII Convegno di studio su UNIONE EUROPEA: CONCORRENZA TRA IMPRESE E CONCORRENZA TRA STATI*, Courmayeur, 19-20 settembre 2014, 15.

⁵³ E' stato al riguardo esattamente osservato che *"si può continuare ad affermare che il principio di proporzionalità tra rischio e potere rappresenta la regola che connota il regime legale delle s.p.a. (pur nella manifestazione tipica dei sistemi "maggioritari", nei quali chi ha la maggioranza "vince tutto") e che trova applicazione in mancanza di diversa volontà dei soci. Si può altresì affermare che si tratta tutt'ora di un principio "tendenziale", nel senso che gli spazi di deroga concessi all'autonomia statutaria, allorquando*

Nondimeno, a mio avviso, è pur sempre vero che la menzionata quota del 12,5% non rappresenta una caratura irrisoria del capitale di rischio della società ed in conseguenza il socio che in tal modo viene a detenere il controllo assume in ogni caso un rischio economico non trascurabile.

In altri termini il sistema positivo, che emergeva dalle modifiche apportate dal D.L. 91/2014, senza dubbio *diminuiva quantitativamente* la portata del tradizionale principio della correlazione fra potere di gestione e rischio di impresa, *ma non eliminava del tutto* tale correlazione⁵⁴.

La nuova formulazione dell'art. 2351 c.c. derivante dalla legge n. 21/2024 ha ulteriormente esasperato siffatto meccanismo, in quanto l'emissione di azioni prive del diritto di voto fino alla metà del capitale sociale e la contemporanea emissione di azioni a voto plurimo munite di dieci voti (che rappresenta il nuovo limite massimo consentito) fa sì che, per disporre di più della metà dei voti esercitabili in assemblea, occorre detenere almeno il 4,6% del capitale in azioni munite di dieci voti ciascuna.

E tuttavia siffatta partecipazione non può considerarsi del tutto irrisoria, pur rappresentando indubbiamente un'ulteriore significativa attenuazione del tradizionale principio di correlazione fra potere e rischio.

Per altro verso deve rilevarsi che la rigorosa correlazione fra potere di gestione e rischio di impresa sembrava non più sostenibile nel sistema positivo, già prima del D.L. 91/2014.

Si allude non solo alla menzionata possibilità di emettere in certa misura azioni prive del diritto di voto, ma anche, e forse soprattutto, alla circostanza che il sistema positivo consente oggi alle società azionarie di acquisire capitale di rischio, sprovvisto del diritto di voto, senza limiti quantitativi rispetto al capitale azionario, mediante il ricorso all'istituto degli strumenti finanziari partecipativi.

Il fenomeno, peraltro, è ancora più rimarchevole in relazione al diverso tipo della società a responsabilità limitata.

In tale tipo sociale è noto, infatti, che l'art. 2468, secondo comma, c.c. pone la regola generale secondo cui *"i diritti sociali spettano ai soci in misura proporzionale alla partecipazione da ciascuno posseduta"*.

venga modificato il coefficiente di attribuzione del diritto di voto (1:1, un'azione, un voto), non sono illimitati, in quanto: (a) se il voto viene "quantitativamente" ridotto, vige il limite della metà del numero complessivo di azioni a voto non pieno, ai sensi dell'art. 2351, comma 2, c.c.; (b) se il voto viene "quantitativamente" aumentato, vige il limite del coefficiente massimo dei voti attribuibili a ciascuna azione, pari a 1:3 (un'azione, tre voti), ai sensi dell'art. 2351, comma 4, c.c. Ma non si può (più) affermare che sia incompatibile col sistema della s.p.a. una modifica del regime legale che attribuisca - in forza di una regola statutaria, valevole anche per tutta la durata la società e nei confronti di qualsiasi socio presente e futuro - ad una parte del tutto minoritaria delle azioni il diritto di controllare la società mediante la nomina di tutti gli amministratori: la mera combinazione di azioni a voto plurimo e azioni senza voto, può infatti consentire a chi detiene più del 12,5 per cento del capitale sociale di nominare tutti i componenti del consiglio di amministrazione" (Massima n. 142 del Consiglio Notarile di Milano).

In argomento v. M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giur. Comm.*, 2015, 266.

Discorre al riguardo di *"definitivo tramonto del principio di proporzionalità tra "potere di gestione" e "rischio di impresa" nella s.p.a."* U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm. e dir. gen delle obbligazioni*, 2016, 583.

⁵⁴ Si esprime, invece, in senso critico con la scelta operata dal legislatore del 2014 M. S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei, Relazione svolta nel XXVIII Convegno di studio su UNIONE EUROPEA: CONCORRENZA TRA IMPRESE E CONCORRENZA TRA STATI*, Courmayeur, 19-20 settembre 2014, 16, secondo cui *"La possibile coesistenza di azioni a voto plurimo con azioni dello stesso emittente senza diritto di voto o a voto limitato e condizionato sembra tuttavia introdurre un certo squilibrio all'interno del sistema: limiti pensati per circoscrivere il possibile incremento del potere dell'azionista di controllo possono essere scardinati o scardinabili"*.

Tale norma fa, tuttavia, *“Salvo quanto disposto dal terzo comma del presente articolo”*, secondo cui *“Resta salva la possibilità che l'atto costitutivo preveda l'attribuzione a singoli soci di particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili”*.

In tale contesto normativo ci si è chiesti se sia consentito all'autonomia statutaria conformare tali diritti particolari nel senso che addirittura il voto nell'assemblea sia esercitato in misura non proporzionale alla partecipazione al capitale sociale, a fronte dello specifico principio dettato al riguardo dall'art. 2479, penultimo comma, c.c. secondo cui *“Ogni socio ha diritto di partecipare alle decisioni previste dal presente articolo ed il suo voto vale in misura proporzionale alla sua partecipazione”*.

Pur essendo la questione controversa in dottrina, l'orientamento che tende sempre di più ad affermarsi, anche sotto la spinta delle istanze provenienti dal ceto imprenditoriale, è ormai nel senso che l'autonomia privata non possa subire limitazioni al riguardo, in ossequio al principio cardine della riforma societaria diretto a valorizzare al massimo grado possibile, nel tipo della società a responsabilità limitata, le scelte dell'autonomia privata dei soci⁵⁵.

Dal punto di vista sistematico tale scelta interpretativa, se rappresenta un'indiretta conferma della tendenza dell'ordinamento societario verso l'attenuazione del principio della correlazione fra potere di gestione e rischio di impresa, richiede un ulteriore sforzo interpretativo per spiegare le ragioni della differente regola vigente per le società per azioni, sia pure con la significativa attenuazione operata dalla legge n. 21/2024.

Nondimeno, a mio avviso, nella società a responsabilità limitata trova pur sempre applicazione il principio di cui all'art. 2476 penultimo comma c.c., secondo il quale *“Sono altresì solidalmente responsabili con gli amministratori, ai sensi dei precedenti commi, i soci che hanno intenzionalmente deciso o autorizzato il compimento di atti dannosi per la società, i soci o i terzi”*.

In tal modo, pertanto, i soci che vengono a detenere il controllo società, tramite l'attribuzione del diritto di voto nelle decisioni dei soci svincolata dalla caratura della partecipazione sociale, sono comunque investiti di una connessa responsabilità, idonea a costituire un contrappeso del loro potere ed a rispettare in tal modo il menzionato principio di correlazione tra potere e rischio.

11. ESIGUITÀ DELLE PRESCRIZIONI NORMATIVE IN MATERIA DI VOTO PLURIMO

Per altro verso va sottolineato che, nel disciplinare nel sistema positivo l'istituto delle azioni a voto plurimo, il legislatore ha ritenuto di adottare una tecnica legislativa di tipo minimalista, con la quale si è limitato a prevedere:

- 1) la possibilità di emettere le azioni a voto plurimo;
 - 2) la limitazione a dieci del numero massimo dei voti attribuibili a ciascuna azione;
 - 3) la possibilità che lo statuto attribuisca il voto plurimo
- in modo generalizzato ovvero

⁵⁵ V. Massima del Consiglio Notarile di Milano n. 138 secondo cui *“L'atto costitutivo delle s.r.l. può derogare, per tutte o alcune delle decisioni di competenza dei soci, al principio di proporzionalità del diritto di voto sancito dall'art. 2479, comma 5, c.c.”*, ove ampi riferimenti bibliografici anche con riferimento ai sostenitori della tesi opposta.

- limitatamente a particolari argomenti o subordinatamente al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative

Ma non v'è chi non veda come il fenomeno delle azioni a voto plurimo ponga all'attenzione degli operatori del diritto una serie di problemi interpretativi che avrebbero verosimilmente richiesto una più dettagliata disciplina.

Tale impostazione è tanto più sorprendente se si considera che, in relazione al diverso istituto delle azioni a voto maggiorato nelle società quotate, il legislatore ha, al contrario, previsto diverse disposizioni di dettaglio.

12. LE DIVERSE TIPOLOGIE DI AZIONI A VOTO PLURIMO

12.1. Le azioni a voto plurimo come categoria azionaria: possibile coesistenza di diverse categorie di azioni a voto plurimo nella stessa società

Anche alle azioni a voto plurimo deve ovviamente trovare applicazione la disposizione di cui all'art. 2348 c.c., comma 3, secondo cui *“tutte le azioni appartenenti ad una medesima categoria conferiscono uguali diritti”*.

Tale regola codifica il principio secondo cui la disuguaglianza di diritti può essere prevista solo tra categorie di azioni e non all'interno di una categoria, onde essa non può inerire ad una singola azione né alla persona di un azionista, principio originariamente non espressamente previsto nel codice del '42 e ciononostante ritenuto pacifico dalla prevalente dottrina⁵⁶.

Ciò in quanto nelle società per azioni la partecipazione sociale è spersonalizzata e l'azione, quale titolo seriale tendenzialmente indifferente alla persona del suo possessore, assume in conseguenza un rilievo organizzativo, che assurge a carattere tipologico della s.p.a.⁵⁷.

Ne consegue innanzitutto che l'attribuzione del voto plurimo in modo non generalizzato integra la creazione di una categoria di azioni in senso tecnico, con la conseguente applicazione di tutte le regole proprie di tale istituto, prima fra tutti la disposizione di cui all'art. 2376 c.c., secondo cui *“Se esistono diverse categorie di azioni [...] le deliberazioni dell'assemblea, che pregiudicano i diritti di una di esse, devono essere approvate anche dall'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata”*⁵⁸.

⁵⁶ M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 2, t. 1, Torino, 1991, 45 nt. 4; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, 2, *Diritto delle società*, Torino, 2002, 204 nt. 1. Nello stesso senso v. F. MARTORANO, *Commento art. 2348*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003, vol. 2/I, 136 e ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, (a cura di G. Olivieri, G. Presti, F. Vella), Bologna, 2003, 65.

Con specifico riferimento alle azioni a voto plurimo M. BIONE, *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, cit., 665, nt. 7; ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 14.

⁵⁷ V. per tutti sul punto P. SPADA, *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, 113 e s.. Si tratta del resto di un principio che è stato espressamente ribadito dalla stessa legge delega della riforma del diritto societario, il cui art. 4 comma 1 dispone che *“la disciplina della società per azioni è modellata sui principi della rilevanza centrale dell'azione”*.

⁵⁸ ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 14, secondo cui, in conseguenza, *“la conversione delle azioni a voto plurimo in azioni ordinarie deliberata dall'assemblea deve essere approvata anche dall'assemblea speciale degli azionisti a voto plurimo”*.

Per altro verso la diversità fra distinte categorie di azioni a voto plurimo, coesistenti nella medesima società, può inerire anche alla circostanza che a talune di esse siano associate anche ulteriori diversità di diritti, quali, ad esempio, la previsione di privilegi patrimoniali o, al contrario, di trattamenti patrimoniali deteriori⁵⁹.

Infine può accadere che nella medesima società coesistano diverse categorie di azioni a voto plurimo, in ragione della circostanza che taluna categoria disponga di un voto maggiorato poziore rispetto ad un'altra (ad es. cinque voti per azione per una determinata categoria e tre voti per azione per altra categoria) ovvero che talune categorie di azioni dispongano di un voto maggiorato limitatamente a particolari argomenti o subordinatamente al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative⁶⁰.

12.2. Azioni a voto plurimo limitato a particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni

Per quest'ultima eventualità, peraltro, il legislatore ha mutuato la possibilità prevista in via generale dal secondo comma dell'art. 2351 c.c., secondo cui lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative.

Va, peraltro, sottolineato che nel caso di specie non è ripetuta la disposizione secondo cui il valore delle azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti e con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative non può complessivamente superare la metà del capitale sociale.

Ma tale omissione non deve sorprendere, alla stregua dell'impostazione adottata dal legislatore, in quanto in tal caso gli argomenti posti all'ordine del giorno ovvero il verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative non danno luogo ad una limitazione del diritto di voto, bensì all'ampliamento dello stesso mediante l'attribuzione a ciascuna azione di un numero di voti superiore ad uno e non superiore a dieci.

La menzionata soglia della metà del capitale sociale è, dunque, funzionale al solo caso della limitazione del diritto di voto rispetto al paradigma legale, secondo cui a ciascuna azione spetta un diritto di voto.

Sotto altro profilo è stato posto il problema dell'ammissibilità che la condizione apposta all'attribuzione del voto plurimo sia, non già sospensiva, ma risolutiva, onde al verificarsi di un determinato evento le azioni in questione si convertano in azioni ordinarie o in azioni a voto plurimo di altro tipo.

Ma non pare dubbio che siffatta condizione sia ammissibile⁶¹.

⁵⁹ ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 21.

⁶⁰ ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 15; Massima del Consiglio Notarile di Firenze n. 46/2014.

⁶¹ ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 18 e s. secondo cui "Lo statuto potrebbe prevedere una classe di azioni a voto plurimo attribuite a soggetti legati alla società in base ad un certo rapporto di lavoro soggette alla condizione per cui il voto plurimo venga meno alla cessazione del rapporto di lavoro"; Massima del Consiglio Notarile di Firenze n. 48/2014, secondo cui "E' legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata che, nel riconoscere il diritto di voto plurimo ad una categoria di

Un fenomeno simile si verifica, peraltro, anche nel caso di rinuncia al voto plurimo (v. *infra* § 15.).

12.3. Azioni a voto plurimo non costituenti una categoria azionaria

Deve, peraltro, rilevarsi che, a ben vedere, non sempre le azioni a voto plurimo costituiscono una categoria di azioni in senso tecnico⁶².

E' vero piuttosto che ciò accade nella normale configurazione del fenomeno.

Si allude, in particolare, al caso in cui il diritto di voto plurimo venga attribuito solo a determinate azioni, laddove la società abbia emesso anche altre azioni che non godano di tale privilegio.

Tale configurazione appare, peraltro, inevitabile con riferimento all'attribuzione del voto plurimo in modo generalizzato ovvero limitato a particolari argomenti.

Non sarebbe, infatti, di alcuna utilità attribuire il voto plurimo in siffatte ipotesi a tutte le azioni in circolazione, in quanto in tal modo non si conseguirebbe, in relazione alla formazione delle maggioranze assembleari, un risultato diverso dalla tradizionale regola *OSOV*.

A diverse conclusioni deve pervenirsi laddove il voto plurimo sia attribuito subordinatamente al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative, nell'ipotesi in cui tali condizioni siano suscettibili di avverarsi solo con riferimento ad alcuni azionisti.

In tal caso potrebbe ipotizzarsi che il voto plurimo soggetto a condizione sia attribuito potenzialmente a tutte le azioni in circolazione e non soltanto ad una determinata categoria azionaria.

Si potrebbe, ad esempio, introdurre nello statuto la previsione secondo cui può esprimere più di un voto ogni azione che sia appartenuta al medesimo soggetto per un certo periodo continuativo, riproducendo nelle società non quotate, ad opera dell'autonomia statutaria, il fenomeno ricorrente nelle azioni a voto maggiorato previsto dall'art. 127-*quinquies* del Tuf⁶³.

Tale conclusione, infatti, pare compatibile con il dettato letterale del quarto comma dell'art. 2351 c.c., che non prevede in alcun modo che l'attribuzione del voto plurimo debba necessariamente inerire ad una determinata categoria azionaria.

E' vero, peraltro, che una siffatta prescrizione non è dettata nemmeno dal secondo comma del citato articolo, con riferimento alle azioni senza diritto di voto (ovvero con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative), che pure sono pacificamente considerate azioni di categoria.

Ma è anche vero che quest'ultima disposizione prevede altresì che *“Il valore di tali azioni non può complessivamente superare la metà del capitale sociale”*, il che implica necessariamente che la

azioni, preveda la loro conversione in azioni senza voto in caso di alienazione delle stesse; lo statuto dovrà, in tal caso, prevedere appositi meccanismi diretti a garantire che almeno la metà delle azioni sia rappresentato da azioni a voto unitario o plurimo”.

⁶² Nello stesso senso ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 13 e 15.

⁶³ ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 19; Massima del Consiglio Notarile di Firenze n. 48/2014; Massima del Consiglio Notarile di Milano n. 184; Trib. Milano 2 giugno 2022, in *Giur. it.*, 371, con nota di I. POLLASTRO, *Azioni a voto condizionato tra recesso e abuso del diritto*.

privazione o la limitazione del voto nel caso di specie debba essere circoscritta solo ad alcune azioni rappresentanti una determinata quota del capitale sociale.

Invece, per le azioni a voto plurimo, la legge non prescrive alcuna analoga limitazione quantitativa⁶⁴.

Del resto, costituisce ormai principio comunemente affermato nella dottrina successiva alla riforma societaria⁶⁵ quello secondo cui nel sistema riformato, incline a conferire il massimo rilievo all'autonomia statutaria nella conformazione della partecipazione azionaria⁶⁶, non appare necessario che nella società per azioni debba essere comunque emessa almeno una categoria di azioni qualificabile come composta da azioni "ordinarie".

Laddove, peraltro, lo statuto di una società non quotata preveda tale particolare ipotesi di azioni a voto plurimo, esso può liberamente determinare il contenuto della condizione inerente al menzionato possesso continuativo, anche in deroga a quanto previsto dall'art. 127-*quinquies* del Tuf, non essendo applicabili alle società non quotate le limitazioni ivi previste.

Pertanto, l'*holding period* potrebbe essere determinato dallo statuto in misura inferiore a ventiquattro mesi⁶⁷.

La perdita del diritto di voto plurimo, inoltre, non deve necessariamente essere ancorata sia alla cessione a titolo oneroso che a quella a titolo gratuito dell'azione ovvero alla cessione diretta o indiretta di partecipazioni di controllo in società o enti che detengono azioni a voto maggiorato in misura superiore alla soglia prevista dall'articolo 120, comma 2 del Tuf (art. 127-*quinquies*, quinto comma, del Tuf).

Tale disposizione è, invero, ascrivibile all'intento di prevedere nelle società quotate un <<"premio di fedeltà" per gli azionisti di lungo periodo>>.

In quest'ottica è comprensibile che il legislatore:

- abbia esteso la perdita del diritto di voto maggiorato a qualsiasi forma di trasferimento delle azioni ed anche a fattispecie che, pur non determinando un trasferimento in senso tecnico delle azioni a voto maggiorato, producano effetti sostanzialmente analoghi, come per l'appunto la cessione diretta o indiretta di partecipazioni di controllo in società o enti che detengono azioni a voto maggiorato in misura ritenuta rilevante;
- abbia escluso siffatta perdita in caso di modifiche della titolarità dell'azione non dipendenti da fenomeni che implicino il venir meno della "fedeltà" dell'azionista, quali la successione per

⁶⁴ In quest'ottica N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione dl diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, *Approfondimento del 29 settembre 2014*, 11, in *giustizia civile.com*; P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a M. Libertini*, Milano, 2015, 8; ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 15.

⁶⁵ M. NOTARI, *Commento all'art. 2348*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P.G. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *artt. 2346 - 2362*, Milano, 2008, 160. Nello stesso senso ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 15.

⁶⁶ L'art. 2348 c.c. dispone oggi che "la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie". Per altro verso nei lavori preparatori della riforma societaria si legge che "al di là poi di una serie di modifiche di carattere tecnico, essenzialmente intese a risolvere dubbi interpretativi manifestatisi nella prassi si è affermato espressamente nel secondo comma dell'art. 2351 la libertà dell'autonomia statutaria nel determinare e articolare il contenuto dei diritti conferiti dalle categorie di azioni. In tal modo viene perseguito l'obiettivo di ampliare gli strumenti disponibili alle società per attingere a fonti di finanziamento e viene dato ampio spazio alla creatività degli operatori nell'elaborazione di forme adeguate alla situazione di mercato" (*Relazione Ministeriale* § 4.2.)

⁶⁷ Massima del Consiglio Notarile di Firenze n. 48/2014; ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 19.

causa di morte ovvero la fusione e scissione del titolare delle azioni (art. 127-*quinquies*, quinto comma, secondo periodo, lett. a) del Tuf).

Ma nelle società non quotate, come detto, stante l'ampio spazio concesso dalla legge all'autonomia privata, la società può determinare liberamente le condizioni di permanenza o di caducazione del voto plurimo.

In altri termini nelle società non quotate lo statuto potrebbe:

- limitare la perdita del diritto di voto plurimo solo a determinate fattispecie traslative (ad esempio escludendo tale perdita per i trasferimenti infragruppo) ovvero, estendere gli eventi che determinano tale perdita anche alla cessione diretta o indiretta di partecipazioni di controllo in società o enti che detengono azioni a voto plurimo di tal fatta in misura inferiore alla soglia prevista dall'articolo 120, comma 2 del Tuf;
- estendere la perdita del voto plurimo anche al mutamento della titolarità delle azioni derivante da successione per causa di morte ovvero da fusione e scissione del titolare delle azioni.

Infine, per le società non quotate non è ovviamente obbligatorio prevedere che l'*holding period* decorra dalla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 4 dell'art. 127-*quinquies* del Tuf, atteso che tale elenco è previsto per le sole società quotate.

Ne consegue che lo statuto potrebbe prevedere che siffatto periodo decorra dall'iscrizione dell'acquisto dei titoli nel libro soci.

Ma sarebbe in alternativa possibile prevedere che esso decorra direttamente dall'acquisto azionario, a prescindere dalla menzionata iscrizione, in omaggio al principio generale di cui all'art. 2355, terzo comma, c.c. secondo cui "*Il giratario che si dimostra possessore in base a una serie continua di girate ha diritto di ottenere l'annotazione del trasferimento nel libro dei soci, ed è comunque legittimato ad esercitare i diritti sociali*".

Ciò pone, tuttavia, in difficile problema di stabilire come possa la società accertare i trasferimenti del titolo, rilevanti ai fini dell'attribuzione del voto plurimo, in mancanza di un sistema che consenta alla medesima di conoscere le vicende circolatorie che non siano iscritte nel libro soci.

La conoscenza di tali vicende, infatti, rileva, *anche in mancanza della partecipazione all'assemblea del titolare dell'azione a voto plurimo*, ai fini della determinazione dei *quorum* costitutivi ovvero dei *quorum* deliberativi che fanno riferimento a quote del capitale sociale (v. *infra* § 13.)⁶⁸.

Se, infatti, lo statuto, prevede che l'*holding period* decorra direttamente dall'acquisto azionario, a prescindere dall'iscrizione dell'acquisto dei titoli nel libro soci, può accadere che un socio acquisti i titoli mediante girata e che decorra il periodo di possesso continuato prescritto ai fini dell'attribuzione del voto plurimo, ma tale socio si astenga dall'esercitare i diritti sociali e non venga, pertanto, iscritto nel libro soci.

In tal caso, dunque, la società non sarebbe in grado di sapere che tali azioni hanno acquisito il diritto ad esercitare il voto plurimo.

⁶⁸ Cfr. Massima del Consiglio Notarile di Milano n. 144, secondo cui "*In presenza di azioni a voto plurimo, a voto limitato o senza diritto di voto, ai fini del calcolo dei quorum richiesti dalla legge e dallo statuto per la costituzione dell'assemblea ordinaria e straordinaria e per l'assunzione delle relative deliberazioni, si computa il numero dei voti spettanti alle azioni e non il numero delle azioni o la parte di capitale da esse rappresentata, salva una diversa disposizione statutaria*".

Analoghi problemi possono verificarsi nell'ipotesi in cui un socio maturi i requisiti per l'attribuzione del voto plurimo, rendendo noto tale circostanza alla società, e alieni successivamente i titoli mediante girata, senza che l'acquirente eserciti i diritti sociali e sia, pertanto, iscritto nel libro soci.

Anche in questo caso la società non sarebbe in grado di sapere che tali azioni hanno perso il diritto ad esercitare il voto plurimo.

Tale ultimo problema, peraltro, si verifica anche laddove lo statuto preveda che l'*holding period* decorra dall'iscrizione dell'acquisto dei titoli nel libro soci, atteso che, una volta effettuata tale iscrizione e maturato il diritto al voto plurimo, nulla assicura che la successiva alienazione del titolo mediante girata sia comunicata alla società.

Si tratta di problemi che possono essere risolti con opportune clausole statutarie, prevedendo, ad esempio, che la permanenza del diritto al voto maggiorato sia subordinata anche alla circostanza che le azioni rimangano depositate presso la sede sociale. In tal modo chi ritira i titoli, e possa quindi potenzialmente trasferirli mediante girata, perde in ogni caso il diritto al voto plurimo eventualmente maturato o in corso di maturazione.

Resta, tuttavia, da chiarire cosa accada, in relazione alla determinazione dei *quorum* costitutivi ovvero dei *quorum* deliberativi che fanno riferimento a quote del capitale sociale, laddove lo statuto non adotti siffatti accorgimenti.

Orbene deve ritenersi che la società deve poter validamente effettuare il computo di tali *quorum* in base alle risultanze del libro soci⁶⁹.

Diversamente, infatti, la società non avrebbe alcun modo per accertare che il socio iscritto non abbia girato il titolo, se non pretendendo l'esibizione dello stesso.

Ma il nuovo sistema sembra escludere che la società possa o debba procedere in tal modo, posto che il nuovo art. 2370 c.c. ha addirittura di regola escluso che il preventivo deposito dei titoli sia necessario per l'intervento in assemblea ed a maggior ragione deve escludersi che tale deposito sia necessario per accertare presupposti di calcolo del *quorum* costitutivo, che, siccome diretti ad verificare il numero di voti potenzialmente esprimibili da tutti i soci, per loro natura, prescindono dall'intervento in assemblea del socio di cui si vorrebbe in ipotesi visionare il titolo.

Del resto, anche a non voler condividere tale affermazione, il calcolo del *quorum* costitutivo risulterebbe in pratica impossibile ove il socio iscritto nel relativo libro, a ciò compulsato dalla società, ometta di esibire il titolo al fine di accertare se lo stesso sia stato girato.

Se ne deve dedurre che le risultanze del libro soci facciano piena fede nei confronti della società ai fini di cui trattasi, a meno che la società non sia a conoscenza per altra fonte e senza ombra di dubbio dell'avvenuta girata dei titoli.

In tali casi, dunque, torna ad espandersi il principio generale in tema di trasferimento mediante girata di titoli nominativi, secondo cui il trasferimento mediante girata non ha efficacia nei confronti dell'emittente fino a che non ne sia fatta annotazione nel registro (art. 2023, comma 3, c.c.).

⁶⁹ Cfr. Massima del Consiglio Notarile di Milano n. 144, secondo cui "se le azioni sono incorporate in certificati azionari, l'accertamento del numero di voti spettanti al momento dell'assemblea viene effettuato in base ai certificati azionari esibiti ai fini dell'intervento, per le azioni intervenute, e alle risultanze del libro dei soci, per le azioni non intervenute".

12.4. Le diverse possibili configurazioni quantitative del voto plurimo

Come si è già avuto modo di accennare, la legge consente attualmente di attribuire a ciascuna azione a voto plurimo fino ad un massimo di dieci voti, onde è senza dubbio possibile attribuire a tale azione anche un numero minore di voti⁷⁰ (per esempio cinque voti per azione).

Meno agevole è stabilire se sia possibile attribuire un numero di voti superiore ad uno e inferiore a dieci non costituente un numero intero (c.d. voto plurimo decimale).

E tuttavia non pare che nel sistema positivo sia individuabile un principio secondo cui il numero dei voti spettanti a ciascuna azione debba essere intero e non decimale.

E' vero, infatti, che l'art. 2351 primo comma c.c. dispone che "Ogni azione attribuisce il diritto di voto", lasciando intendere che normalmente ad ogni azione compete un voto pari ad una unità intera.

Ma, nel sistema riformato, si tratta con ogni evidenza di una regola derogabile dall'autonomia statutaria proprio in forza della nuova disposizione di cui al quarto comma del citato articolo, secondo cui è consentito prevedere azioni a voto plurimo fino ad un massimo di dieci.

Orbene, in siffatto numero massimo ben possono essere compresi numeri decimali inferiori a tale soglia⁷¹.

Del resto, anche dal punto di vista funzionale, l'attribuzione del voto alle azioni costituisce null'altro che l'espressione di un criterio di commisurazione quantitativa del peso del diritto di voto all'entità della partecipazione azionaria. Ma siffatta commisurazione è pienamente operativa anche in caso di attribuzione di un voto espresso da una cifra decimale.

A tale riguardo è stato, tuttavia, affermato che "I problemi che possono derivare da tale configurazione sono attinenti esclusivamente al profilo operativo della spettanza del voto nel senso che per poter esercitare il voto il socio deve essere titolare di un complesso di azioni tali da cumulare frazioni di voto fino all'unità"⁷².

Ma anche tale opinione non convince, atteso che, già in base ai principi matematici, un numero esprime un valore quantitativo anche per la parte costituente frazione dell'unità, onde non v'è chi non veda come, ad esempio, 2,5 esprima una grandezza maggiore di 2. A maggior ragione siffatto principio deve valere nella materia in esame, considerato che anche a tale proposito la legge non detta alcun principio secondo cui il voto complessivamente espresso da un pacchetto azionario debba essere rappresentato da un numero intero.

⁷⁰ B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2014, II, 469, nt. 9; ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 16.

⁷¹ ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 16.

Contra A. BUSANI - M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si "pesano"*, cit., 1053, nt. 16.

⁷² ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 16.

13. DIRITTI SPETTANTI ALLE AZIONI A VOTO PLURIMO IN RELAZIONE AI QUORUM CHE FANNO RIFERIMENTO AD ALIQUOTE DEL CAPITALE SOCIALE

La nuova norma pare, peraltro, assai lacunosa laddove omette di disciplinare l'incidenza dell'introduzione delle azioni a voto multiplo sulla formazione dei *quorum* costitutivi e deliberativi previsti per l'assemblea dei soci.

Il fenomeno è, invece, espressamente disciplinato con riferimento alle azioni a voto maggiorato, per le quali il decimo comma dell'art. 127-*quinquies* del Tuf prevede che *“Se lo statuto non dispone diversamente, la maggiorazione del diritto di voto si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale”*.

Il problema, invero, non ha ragione di porsi con riferimento ai *quorum* deliberativi che fanno riferimento ai soggetti presenti alla votazione, per i quali non può dubitarsi che il computo della maggioranza debba prendere necessariamente in considerazione una frazione che vede al denominatore i voti esprimibili dalle azioni rappresentate in assemblea, ivi inclusi i voti maggiorati derivanti dalle azioni a voto plurimo o a voto maggiorato, ed al numeratore i voti effettivamente espressi.

Meno agevole è la soluzione del problema in relazione ai *quorum* costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale.

Nondimeno la *ratio* sottostante al citato art. 127-*quinquies*, ottavo comma, del Tuf induce, a mio avviso, a ritenere applicabile analogicamente il principio da questa dettato, donde la computabilità della maggiorazione del diritto di voto afferente alle azioni a voto plurimo anche per la determinazione dei *quorum* assembleari costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale⁷³.

Non pare dubbio, infatti, che lo scopo della disposizione in questione attenga all'intento di garantire a chi detenga, in forza del voto maggiorato, la maggioranza dei voti esercitabili in assemblea la possibilità di controllare la società.

Tale conclusione appare, infatti, evidente se si considera che la Relazione Illustrativa al D.L. 91/2014 pone alla base dell'introduzione delle azioni a voto maggiorato la considerazione 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”*.

Se, invero, il voto maggiorato non fosse computato ai fini della determinazione dei *quorum* assembleari costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale, tale controllo non sarebbe in fatto assicurato in relazione alle deliberazioni per le quali la legge prevede tali *quorum*. Gli altri soci, infatti, potrebbero impedire l'adozione di determinate deliberazioni non presentandosi in assemblea al fine di non consentire il raggiungimento delle soglie di capitale richieste.

⁷³ M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio “un'azione un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 940; ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 29; Massima del Consiglio Notarile di Milano n. 144, secondo cui occorre sostituire *“il numero delle azioni con il numero dei voti ad esse spettanti. Il che significa che in presenza di “azioni a voto quantitativamente diverso”: (i) quando la base di calcolo è data dal “capitale totale” si deve prendere a riferimento il numero totale dei voti spettanti alle azioni emesse al momento della riunione assembleare; (ii) quando invece la base di calcolo è costituita dal “capitale rappresentato”, si deve prendere a riferimento il numero totale dei voti spettanti alle azioni intervenute”*.

In senso dubitativo, in relazione al *quorum* costitutivo, P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, cit., 11.

Ma non v'è chi non veda come, alla stregua delle considerazioni a suo tempo esposte (v. *retro* § 9.), l'introduzione delle azioni a voto plurimo è diretta ad assecondare in modo ancora più intenso rispetto alle azioni a voto maggiorato l'aspirazione del ceto imprenditoriale al controllo della società pur in mancanza della detenzione della maggioranza del capitale sociale.

Sarebbe, dunque, contraddittorio dal punto di vista sistematico che, nell'istituto che più intensamente persegue tale scopo, il socio di riferimento finisca per fruire di una tutela meno intensa con riferimento ai *quorum* costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale.

Ma se ciò è vero, non v'è ragione di non applicare alle azioni a voto plurimo la norma in tema di azioni a voto maggiorato, che a tale riguardo fa salva una diversa disposizione statutaria, trattandosi evidentemente di un interesse che fa capo al socio di riferimento e del quale egli può, in conseguenza, sicuramente disporre.

Devono, pertanto, ritenersi legittime anche in relazione alle azioni a voto plurimo le clausole statutarie che, in deroga al principio di *default*, stabiliscono che la maggiorazione del diritto di voto derivante dal voto plurimo non si computa per la determinazione dei *quorum* costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale⁷⁴.

14. I DIRITTI DIVERSI DAL VOTO SPETTANTI IN FORZA DEL POSSESSO DI DETERMINATE ALIQUOTE DI CAPITALE

Analoga lacuna normativa si riscontra in relazione ai diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale.

Si allude, in particolare, alle quote di capitale previste ai fini della convocazione dell'assemblea su richiesta dei soci *ex art.* 2367 c.c., della richiesta di rinvio dell'assemblea *ex art.* 2374 c.c., dell'impugnativa delle deliberazioni assembleari o consiliari *ex artt.* 2377 e 2388 c.c., dell'azione sociale di responsabilità esercitata dai soci *ex art.* 2393-*bis* c.c. e della denuncia al collegio sindacale ovvero al Tribunale *ex artt.* 2408 e 2409 c.c. nonché, nelle società quotate, ai fini del diritto all'integrazione dell'ordine del giorno *ex art.* 126-*bis* del Tuf e del diritto alla presentazione delle liste per la nomina degli amministratori *ex art.* 147-*ter* del Tuf.

Anche in tal caso il fenomeno è espressamente disciplinato con riferimento alle azioni a voto maggiorato, per le quali il decimo comma dell'art 127-*quinquies* del Tuf prevede che *“La maggiorazione non ha effetto sui diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale”*⁷⁵.

⁷⁴ B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2014, II, 473; ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 29 e 53 secondo cui *“La statuto potrebbe, ad esempio, escludere dal computo dei quorum, costitutivo e deliberativo, la maggiorazione del voto per determinate materie, di fatto escludendolo in casi determinati (il che sarebbe equivalente alla limitazione della maggiorazione del voto a determinate delibere o materie)”*; Massima del Consiglio Notarile di Milano n. 144.

⁷⁵ Invece la maggiorazione del diritto di voto o il voto plurimo si computano:

- ai fini del raggiungimento della soglia di partecipazione rilevante ai fini dell'offerta pubblica di acquisto totalitaria (art. 106 del Tuf, come modificato dal D.L. 24 giugno 2014 n. 91; art. 44-*bis*.1, 45 e 46 del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 come modificato con delibera n. 19084 del 19 dicembre 2014), anche in relazione all'acquisto di concerto di cui all'art. 109 del Tuf;

La norma, peraltro, in tal caso non fa salva una diversa disposizione statutaria, lasciando intendere che nella specie essa non sia consentita.

Del resto, una siffatta interpretazione appare coerente con la *ratio legis* sopra esposta. In particolare, l'intento di garantire agli azionisti di riferimento il controllo della società, pur in assenza della detenzione della maggioranza del capitale sociale, non può arrivare fino al punto di pregiudicare l'esercizio di diritti di controllo delle minoranze cui ineriscono le menzionate disposizioni di cui agli artt. 2367, 2374 2377, 2388, 2393-bis, 2408 e 2409 c.c.

Si tratta, invero, di diritti per i quali la legge prevede talvolta la possibilità per l'autonomia statutaria di un abbassamento, ma non di un innalzamento delle soglie di capitale necessarie per l'esercizio dei medesimi, laddove invece il computo a tali fini della maggiorazione dei diritti di voto determinerebbe surrettiziamente siffatto innalzamento.

La *ratio legis* connessa a tale disposizione appare a maggior ragione compatibile con le azioni a voto plurimo, donde l'applicabilità analogica della stessa anche all'istituto di cui all'art. 2351, quarto comma, c.c.⁷⁶.

15. LA RINUNZIA AL DIRITTO DI VOTO PLURIMO

Sotto altro profilo si può porre il problema dell'ammissibilità che il socio detentore delle azioni a voto plurimo intenda esprimere il diritto di voto senza avvalersi, in tutto o in parte, della maggiorazione a lui spettante⁷⁷.

-
- ai fini degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti (art 120 del Tuf , come modificato dal D.L. 24 giugno 2014 n. 91 e artt. 116-terdecies, comma primo lett. c), 118 comma 3-bis e 121 comma 1-bis, del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 come modificato con delibera n. 19084 del 19 dicembre 2014).

Peraltro l'introduzione del voto maggiorato fa sì che il numero dei voti esercitabili in assemblea, sulle quali si computano le soglie che fanno scattare gli obblighi relativi all'offerta pubblica di acquisto, sia fluttuante, onde si potrebbero verificare *"superamenti meramente passivi delle soglie rilevanti ai fini OPA, con particolare riferimento all'ipotesi in cui un azionista si trovi a superare le predette soglie a causa delle variazioni in diminuzione del numero complessivo dei diritti di voto e, quindi, a causa di un fatto non derivante dalla propria volontà"* (Esiti della consultazione CONSOB sulla proposta di modifiche al Regolamento emittenti in materia di voto plurimo).

In tal caso l'art. 49 lett. d-bis del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 come modificato con delibera n. 19084 del 19 dicembre 2014 prevede apposite fattispecie di esenzione dall'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 del Tuf, pur prevedendo *"un limite all'applicabilità di tale esenzione con riguardo all'ipotesi in cui un soggetto si trovi a superare passivamente la soglia rilevante, calcolata in relazione al numero dei diritti di voto, pur disponendo di una partecipazione, espressa in termini di quota percentuale del numero dei titoli emessi, superiore alla soglia OPA"*. A tale riguardo si è, infatti, rilevato che *"un soggetto che a seguito di acquisti si trovi a superare la soglia del trenta per cento del capitale (ovvero le altre soglie previste dai commi 1-bis e 1-ter dell'articolo 106 del TUF), ma non dei diritti di voto, si pone in una situazione di potenziale acquisto del controllo dell'emittente. Nel momento in cui tale situazione potenziale di controllo diventa attuale, in ragione della riduzione del numero complessivo dei diritti di voto, si può ritenere carente il presupposto dell'esenzione dall'obbligo di OPA, riferita al carattere non volontario del superamento. In tal caso, infatti, l'azionista si è volontariamente posizionato al di sopra della soglia rilevante in assenza di diritti di voto maggiorato, e, pertanto, ha accettato il rischio di ogni eventuale superamento di soglia anche in termini di diritti di voto"* (Esiti della consultazione CONSOB sulla proposta di modifiche al Regolamento emittenti in materia di voto plurimo).

⁷⁶ Nello stesso senso M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., I, 940; ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 30.

⁷⁷ Sembra ammettere tale possibilità la massima n. 48/2014 del Consiglio Notarile di Firenze.

Ancora una volta l'art. 2351 c.c. tace al riguardo a fronte di una specifica disciplina dettata per le azioni a voto maggiorato, per le quali il terzo comma dell'art. 127-*quinquies* del Tuf dispone che *“gli statuti possono altresì prevedere che colui al quale spetta il diritto di voto possa irrevocabilmente rinunciare, in tutto o in parte, al voto maggiorato”*⁷⁸.

Da tale norma sembra potersi dedurre che:

- tale rinuncia sia ammissibile solo in presenza di un'apposita disposizione statutaria che la preveda;
- essa, siccome *“irrevocabile”*, possa avere ad oggetto solo la rinuncia definitiva, anche per l'avvenire, al voto maggiorato, dovendosi, dunque, ritenere inammissibile una rinuncia riferita al solo voto maggiorato esercitabile in una singola assemblea; non avrebbe, infatti, alcun senso ipotizzare, per poi vietarla, una *“revocabilità”* della rinuncia in questione come riferita ad un voto già esercitato in una determinata assemblea, donde la conclusione che l'irrevocabilità legale debba essere intesa come riferita all'avvenire⁷⁹.

E' probabile che alla base di tali limitazioni vi sia l'intento di evitare che l'organizzazione corporativa della società, nell'ambito della quale assume un ruolo rilevante l'attribuzione del diritto di voto, possa essere rimessa senza limiti all'arbitraria mutevolezza della volontà del titolare delle azioni con voto maggiorato.

In quest'ottica:

- la necessità della previsione statutaria della rinuncia pare idonea ad informare i terzi della possibilità che l'attribuzione del diritto di voto in assemblea possa mutare anche in dipendenza della volontà del titolare delle azioni con voto maggiorato;
- le necessità che la rinuncia in esame sia irrevocabile nel senso sopra precisato tende evidentemente a limitare la mutevolezza della volontà di quest'ultimo e la conseguente confusione che essa potrebbe determinare nell'organizzazione corporativa della società.

Si tratta, a mio avviso, di considerazioni sistematiche che possono trovare accoglimento anche per le società non quotate e, dunque, per le azioni a voto plurimo di cui all'art. 2351 c.c.

Del resto, la rinuncia in questione, laddove venga applicata alle azioni a voto plurimo - nel caso in cui, come normalmente avviene, queste rappresentino, a differenza delle azioni a voto maggiorato,

⁷⁸ La convenienza a dare corso a tale rinuncia potrebbe prospettarsi, ad esempio, al fine di evitare che la maggiorazione del diritto di voto conduca a superare la soglia rilevante ai fini dell'OPA.

⁷⁹ V., infatti, le osservazioni di P. MARCHETTI e C. MOSCA riportate negli *Esiti della consultazione CONSOB sulla proposta di modifiche al Regolamento emittenti in materia di voto plurimo*, secondo cui *“la rinuncia, in tutto o in parte, alla maggiorazione deve essere prevista nello statuto ed è sempre irrevocabile. Tale rinuncia sarebbe da intendersi come definitiva decadenza della maggiorazione, a meno di soddisfare in un secondo periodo il requisito dell'appartenenza ininterrotta”*; ASSONIME, Circolare n. 10 del 7 aprile 2015, cit., 48, secondo cui *“L'azionista che ha rinunciato alla maggiorazione potrà iscriverne nuovamente le azioni nell'elenco speciale e da quel momento decorrerà ex novo il termine per la maturazione del nuovo beneficio a valere su quelle azioni”*.

In senso critico v. G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, cit., 153; E. LA MARCA, *Azioni(sti) con voto maggiorato: primi spunti*, in www.ibattellidelreno.it, 7, secondo cui sarebbe *“singolare obbligare gli statuti ad una previsione necessariamente estrema, per la quale la rinuncia al diritto di voto maggiorato già conseguito, anziché essere limitata ad una data assemblea, determina in ogni caso un definitivo venir meno del voto maggiorato. Se infatti lo statuto nulla prevede al riguardo, il socio è già in grado di modulare come meglio ritenuto il proprio peso in una data assemblea (attraverso una limitazione della propria effettiva presenza ad una certa frazione di partecipazione). Dovrebbero essere consentite perciò anche più sagge vie di mezzo”*.

una categoria azionaria in senso proprio - determina inevitabilmente l'automatica conversione delle azioni a voto plurimo.

Più precisamente:

- se la rinuncia ha ad oggetto *in toto* il voto plurimo inerente all'azione cui si riferisce, tale azione si converte in un'azione ordinaria;
- se, invece, tale rinuncia, in presenza ad esempio di azioni a voto triplo, ha ad oggetto un solo voto spettante all'azione cui si riferisce, tale azione si converte in un'azione a voto doppio e, dunque, in un'altra categoria speciale di azioni.

Ma la conversione automatica delle azioni al verificarsi di un determinato evento costituisce un fenomeno ammesso nel sistema positivo.

L'unica particolarità del caso di specie sarebbe rappresentata dalla circostanza che si tratterebbe di una conversione subordinata al verificarsi di una condizione meramente potestativa, costituita per l'appunto dalla volontà del socio rinunziante.

Nondimeno il divieto della condizione meramente potestativa, tanto nel sistema civilistico quanto in quello societario, è diretto a negare validità ad intenti negoziali privi di serietà ovvero all'assoggettamento di una delle parti del rapporto negoziale all'arbitrio della controparte.

Ma non v'è chi non veda come, nel caso di specie, la volontà arbitraria del rinunziante non possa recare pregiudizio ad altri che non al rinunziante stesso, donde la non ricorrenza della *ratio* posta a base del diniego del ricorso alla condizione meramente potestativa.

Peraltro, la rinuncia in questione, nelle azioni a voto plurimo *ex art. 2351 c.c.*, deve rispettare i principi inerenti alla circostanza che nella specie si è, il più delle volte, in presenza di una vera e propria categoria azionaria.

Ne consegue che, se l'azionista intende rinunciare solo in parte al voto maggiorato dipendente dalle azioni a voto plurimo, deve formalizzare tale rinuncia con riferimento ai suoi effetti su *ciascuna azione* in suo possesso, anche in dipendenza di (ed in conformità a) quanto prescritto al riguardo dallo statuto.

Ad esempio, in presenza di azioni a voto triplo, il socio:

- può rinunciare ad un solo voto per tutte le azioni in suo possesso, onde tali azioni, all'esito della rinuncia, diventino tutte azioni a voto doppio;
- può rinunciare a due voti solo con riferimento ad alcune delle azioni da lui detenute, onde egli, all'esito della rinuncia, risulterà titolare in parte di azioni ordinarie ed in parte di azioni tuttora a voto triplo.

Per altro verso può sorgere questione nel caso in cui, se lo statuto non contenga una clausola che stabilisca che la maggiorazione del diritto di voto derivante dal voto plurimo non si computi per la determinazione dei *quorum* costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale, la rinuncia al voto plurimo intervenga dopo l'accertamento della regolare costituzione dell'assemblea e prima della votazione.

In tal caso, infatti, ci si potrebbe chiedere se tale rinuncia imponga o meno di procedere ad una nuova verifica della sussistenza del *quorum* costitutivo.

Nondimeno non pare che, nel silenzio dello statuto al riguardo, il rinnovo di tale verifica sia necessario laddove si condivida l'opinione secondo cui il *quorum* costitutivo va calcolato solo al momento della costituzione dell'assemblea⁸⁰.

Peraltro, la regola secondo cui la maggiorazione del diritto di voto derivante dal voto plurimo si computa ai fini della determinazione dei *quorum* costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale è, come si è visto, derogabile da una diversa disposizione statutaria.

Ne consegue che pare possibile che l'autonomia statutaria possa regolamentare diversamente la materia in questione anche in relazione alle conseguenze della rinuncia al voto plurimo effettuata dopo l'accertamento della regolare costituzione dell'assemblea.

16. AUMENTO DEL CAPITALE SOCIALE IN PRESENZA DI AZIONI A VOTO PLURIMO

La legge non detta particolari prescrizioni per l'ipotesi di aumento del capitale sociale in presenza di azioni a voto plurimo.

Anche in questo caso specifiche disposizioni sono, invece, previste per le azioni a voto maggiorato di cui all'art. 127-*quater* del Tuf, per le quali è prescritto che *“Se lo statuto non dispone diversamente, il diritto di voto maggiorato [...] si estende alle azioni di nuova emissione in caso di aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 del codice civile”*⁸¹.

La naturale estensione del diritto di voto alle azioni di nuova emissione non è, invece, prevista per l'ipotesi di aumento a pagamento del capitale sociale, lasciandosi intendere che in quest'ultimo caso l'attribuzione del voto maggiorato non spetti se non maturino, anche per tali azioni, i requisiti temporali di possesso continuativo successivamente alla sottoscrizione delle stesse.

Le ragioni di tale trattamento differenziato sono probabilmente ascrivibili alla circostanza che l'acquisizione di nuove azioni per effetto di un aumento gratuito del capitale costituisce un ampliamento meramente apparente della partecipazione azionaria precedentemente detenuta, atteso che esso è operato sulla base di un sostrato economico - patrimoniale già esistente nel patrimonio sociale e, come tale, già insito nel valore delle azioni prepossedute, le quali rappresentano, per definizione, una frazione del patrimonio sociale corrente.

Di ciò si ha conferma dalla lettura dell'ultimo comma dell'art. 2442 c.c., secondo cui l'aumento gratuito del capitale può attuarsi, oltre che mediante l'emissione di nuove azioni, *“anche mediante*

⁸⁰ L'opinione è ormai diffusa in giurisprudenza (Trib. Milano, 9 novembre 1987, in *Giur. comm.*, 1988, II, 967; Trib. Milano, 11 aprile 1988, in *Le Società*, 1988, 630; Trib. Napoli, 7 gennaio 1999, in *Le Società*, 1999, 839; *Orientamenti Tribunali del Triveneto*, secondo cui peraltro i *quorum* costitutivi *“non subiscono riduzioni per l'allontanamento dei soci durante lo svolgimento dell'assemblea, ma si innalzano se al momento delle votazioni sopraggiungono altri soci rispetto a quelli considerati all'apertura dell'assemblea”*; *Orientamenti del Comitato Triveneto dei Notai in materia di Atti Societari (massima H.B.32)*).

Non altrettanto concorde al riguardo è la dottrina; ed infatti v. in senso contrario G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, cit., 325 ed in senso favorevole A. SERRA, *L'assemblea: procedimento*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, 3*, Torino, 1994, 129.

⁸¹ Una disposizione analoga è contenuta nell'art. L225-123, secondo comma, del *Code de commerce* francese, secondo cui *“En outre, en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, le droit de vote double peut être conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit”*.

umento del valore nominale delle azioni in circolazione". Ma l'aumento del valore nominale non è per sua natura idoneo a incidere sul numero di voti spettanti ai soci, in quanto tali voti sono connessi all'azione indipendentemente dal suo valore nominale⁸².

Non altrettanto può dirsi per le azioni acquisite a seguito di un aumento di capitale a pagamento, che costituiscono, anche dal punto di vista economico, oggetto di un nuovo acquisto, siccome effettuato mediante l'immissione di nuove risorse economiche e non già mediante l'utilizzo di risorse preesistenti⁸³.

Nondimeno il sesto comma dell'art. 127-*quinquies* c.c. dispone che *"Lo statuto può prevedere che la maggiorazione del voto si estenda proporzionalmente alle azioni emesse in esecuzione di un aumento di capitale mediante nuovi conferimenti"*.

Ne consegue che la regola della non estensione del diritto di voto maggiorato alle azioni emesse a fronte di un aumento di capitale a pagamento ha carattere dispositivo, in quanto vale solo in mancanza di una contraria disposizione statutaria.

L'estensione del voto maggiorato alle azioni di nuova emissione è in tal caso *"proporzionale"*, nel senso che essa si applica alla quota delle azioni sottoscritte pari al rapporto tra tutte le azioni prepossedute e quelle che hanno maturato il diritto al voto maggiorato⁸⁴.

Ci si deve chiedere, peraltro, se lo statuto possa prevedere che alle azioni di nuova emissione sia attribuito il periodo di possesso delle azioni prepossedute che non abbiano ancora maturato l'attribuzione del voto maggiorato, ai fini del successivo raggiungimento dell'*holding period* necessario.

A mio avviso la soluzione positiva è preferibile siccome coerente con la logica della *"proporzionalità"* dell'estensione del voto maggiorato alle azioni di nuova emissione⁸⁵.

Per altro verso siffatta regola di proporzionalità deve a mio avviso essere applicata, pur nel silenzio della legge, all'aumento gratuito del capitale, per il quale la norma, come detto, si limita a disporre che *"Se lo statuto non dispone diversamente, il diritto di voto maggiorato ... si estende alle azioni di nuova emissione in caso di aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 del codice civile"*.

⁸² In ogni caso la previsione statutaria contraria all'attribuzione del voto maggiorato in caso di aumento di capitale gratuito potrebbe ovviamente avere effetto solo per le ipotesi di aumento di capitale mediante emissione di nuove azioni e non in quelli di aumento del valore nominale delle azioni esistenti (ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 50).

⁸³ Cfr. G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, cit., 158.

⁸⁴ Cfr. ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 50 secondo cui *"la maggiorazione del diritto di voto estesa alle azioni di futura emissione non può che riguardare le azioni sottoscritte dal medesimo azionista al quale appartiene l'azione originaria dotata di voto maggiorato. Non sembra possibile quindi un'estensione che riguardi gli aumenti di capitale con esclusione del diritto d'opzione, con limitazioni del diritto d'opzione (relativamente alle azioni sottoscritte da terzi)"*.

Negli *Esiti della consultazione CONSOB sulla proposta di modifiche al Regolamento emittenti in materia di voto plurimo* si afferma, in modo condivisibile, che *"Con riguardo all'ipotesi [...] avente ad oggetto la cessione dei diritti di opzione per la sottoscrizione di azioni di nuova emissione, a seguito di aumenti di capitale a pagamento rispetto ai quali lo statuto preveda l'estensione della maggiorazione dei diritti di voto, non dovrebbe comunque ritenersi che il diritto di voto maggiorato sia cedibile, trattandosi di un diritto non incorporato nelle azioni"*. Nello stesso senso ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 51.

⁸⁵ Nello stesso senso ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 50, secondo cui, inoltre, se lo statuto *"nulla dispone, si deve ritenere che vi sia l'estensione e che le azioni di nuova emissione debbano essere iscritte nell'elenco con la stessa "anzianità" delle azioni già possedute dall'azionista"*.

Non pare, infatti, plausibile che se, ad esempio, un socio possiede una sola azione che ha maturato il periodo di possesso atto ad attribuire il voto maggiorato e numerose altre azioni sprovviste di tale requisito, tutte le azioni a lui assegnate gratuitamente godano del voto maggiorato.

Tale disciplina può essere a mio avviso estesa analogicamente, stante l'identità della *ratio legis*, anche alle azioni ex art. 2351 c.c. nella particolare ipotesi in cui si preveda, che il voto plurimo non connoti una particolare categoria azionaria, ma spetti potenzialmente a qualsiasi azione in circolazione che sia appartenuta al medesimo soggetto per un certo periodo continuativo.

Laddove, invece, come avviene normalmente, il voto plurimo qualifichi una particolare categoria azionaria, dovranno trovare applicazione i principi da tempo individuati per l'ipotesi in cui sia deliberato un aumento di capitale da parte di una società che ha emesso azioni di categoria speciale.

A tal fine, invero:

- in caso di aumento gratuito del capitale sociale mediante emissione di nuove azioni, agli azionisti detentori di azioni a voto plurimo devono essere assegnate azioni della medesima categoria, in conformità a quanto disposto dall'art. 2442, secondo comma, c.c.;

- in caso di aumento del capitale sociale a pagamento per il quale non sia stato escluso o limitato il diritto di opzione, in applicazione analogica dell'art. 145, comma 8, del Tuf, salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo, i possessori delle azioni a voto plurimo hanno diritto di opzione su azioni a voto plurimo della stessa categoria ovvero, in mancanza o per la differenza, nell'ordine, su azioni a voto plurimo di altra categoria ovvero su azioni ordinarie⁸⁶.

17. L'INTRODUZIONE DELLE AZIONI A VOTO PLURIMO SUCCESSIVAMENTE ALLA COSTITUZIONE DELLA SOCIETÀ.

L'introduzione delle azioni a voto plurimo non pone particolari problemi ove essa sia effettuata in sede di costituzione della società.

In tale sede, infatti, per definizione, lo statuto e l'attribuzione delle azioni agli azionisti sono oggetto di unanime approvazione da parte di tutti i soci fondatori⁸⁷.

⁸⁶ Massima del Consiglio Notarile di Milano n. 208. In quest'ottica v. già A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, Milano, 1960, 18; B. PETRAZZINI, M. CALLEGARI, S. A. CERRATO, A. CAVANNA, *Le modificazioni dello statuto nelle spa*, in *Trattato di diritto privato diretto da P. Rescigno*, vol. 16****, Torino, 2012, 383; ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 31.

⁸⁷ S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCiano, *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, cit., 54, secondo cui, inoltre, "Allo stesso modo, non pare porre particolari criticità la clausola statutaria inserita nello statuto in fase di costituzione, che intendesse rimandare a un momento successivo alla nascita della società l'aumento di capitale mediante l'emissione di una categoria speciale di azioni a voto multiplo, a condizione, però, che tale previsione fosse sufficientemente dettagliata, ossia tale da definire esattamente qual è il limite massimo entro il quale si possono emettere azioni a voto multiplo, l'esatta natura del privilegio in termini di maggiorazione del diritto di voto, le modalità e i criteri di determinazione del prezzo di emissione, le regole di circolazione di dette azioni, l'organo competente e le modalità di decisione, la tempistica dell'emissione, ecc.. In questo caso, inoltre, al momento dell'effettiva emissione di azioni a voto plurimo non dovrebbe essere riconosciuto alcun diritto di recesso ai soci dissenzianti (ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g, c.c.), essendo gli stessi perfettamente consapevoli di tale evento e della sua portata sin dal momento in cui sono diventati soci della società"; M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 936; ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 22.

Nessuno di tali soggetti potrà, dunque, subire alcun pregiudizio dall'introduzione di siffatte azioni, se non con il concorso della propria volontà.

A maggiori difficoltà dà luogo l'ipotesi in cui si intenda introdurre le azioni a voto plurimo *durante societate*.

Tale fattispecie, sotto il profilo del diritto transitorio, è stata oggetto di specifica regolamentazione ad opera dell'art. 212 delle disposizioni per l'attuazione del codice civile e disposizioni transitorie, di cui al regio decreto 30 marzo 1942, n. 318 - come sostituito dal D.L. 24 giugno 2014, n. 91, convertito, con modificazioni, dalla L. 11 agosto 2014, n. 116 – secondo cui *“Le deliberazioni di modifica dello statuto di società iscritte nel registro delle imprese alla data del 31 agosto 2014 con cui è prevista la creazione di azioni a voto plurimo ai sensi dell'articolo 2351 del codice sono prese, anche in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea”*.

Il dettato letterale della citata norma pone la questione di stabilire se con essa si intenda sancire l'inapplicabilità:

a) del *quorum* costitutivo implicito nel *quorum* deliberativo stabilito dall'art. 2368, secondo comma, c.c., in base al quale, in prima convocazione, *“L'assemblea straordinaria delibera con il voto favorevole di più della metà del capitale sociale, se lo statuto non richiede una maggioranza più elevata”*;

b) del *quorum* costitutivo stabilito dall'art. 2369, terzo comma, c.c., secondo cui *“In seconda convocazione ... l'assemblea straordinaria è regolarmente costituita con la partecipazione di oltre un terzo del capitale sociale”*.

La risposta a tale interrogativo non è agevole.

E tuttavia, pur non essendovi concordia sul punto, essa, a mio avviso, deve ritenersi positiva con riferimento al *quorum* sub a), atteso che il citato art. 212 disp. att. detta un *quoziente deliberativo speciale*, svincolato dalla sussistenza di un voto favorevole rapportato ad una determinata quota del capitale, a fronte dell'opposta regola generale, sancita dall'art. 2368, secondo comma, c.c.⁸⁸.

Peraltro, anche in tal caso, come nell'ordinaria applicazione delle norme poste dai citati artt. 2368, secondo comma, e 2369, terzo comma, c.c., occorre chiedersi cosa accada laddove l'applicazione meccanica della regola di cui all'art. 212 c.c. conduca, a causa della partecipazione all'assemblea di un'elevata quota del capitale sociale, a richiedere una maggioranza più levata di quella ordinariamente prescritta dall'art. 2368, secondo comma, c.c.

Nondimeno l'intento agevolativo, che deve ritenersi, come vedremo, alla base della disposizione di cui all'art. 212 c.c., induce a concludere nel senso che, laddove in concreto partecipi all'assemblea più del 75% del capitale, sia sufficiente ad assumere la deliberazione il voto favorevole di più della metà del capitale sociale, se lo statuto non richieda una maggioranza più elevata⁸⁹.

⁸⁸ *Contra v. ASSONIME, Circolare n. 10 del 7 aprile 2015, cit., 23, secondo cui “Se il fine della regola speciale è quello di rafforzare la tutela dei soci rispetto al regime ordinario non si può che concludere nel senso del cumulo dei due quorum. In altre parole, l'assemblea straordinaria deve deliberare, in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale presente in assemblea che rappresenti complessivamente anche più della metà del capitale sociale”*.

⁸⁹ *V. in termini generali la massima n. 43 del Consiglio Notarile di Milano, secondo cui “Il terzo comma dell'art. 2369 c.c. – nella parte in cui dispone che l'assemblea straordinaria di seconda convocazione 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 – mira a ridurre il quorum deliberativo previsto per la prima convocazione e non può in nessun caso portare ad un innalzamento dello stesso. Conseguentemente, nelle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, deve ritenersi comunque sufficiente in*

Maggiori dubbi potrebbero sussistere con riferimento al *quorum* sub b), considerato che l'art. 2369, terzo comma, c.c. prevede, invece, distinti *quorum*, l'uno costitutivo (la partecipazione di oltre un terzo del capitale sociale) e l'altro deliberativo (il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea), onde potrebbe ipotizzarsi che l'art. 212 c.c. abbia inteso regolare il secondo senza apportare modifiche al primo.

Ma tale dubbio, a ben vedere, non ha motivo di porsi, in quanto la regola secondo cui le deliberazioni di modifica dello statuto di società già iscritte nel registro delle imprese con cui è prevista la creazione di azioni a voto plurimo sono prese con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea è posta "*anche*", e non "*solo*", per l'assemblea in prima convocazione.

In altri termini pare evidente che siffatta regola valga pure per l'assemblea in seconda convocazione. Ma in tale sede essa non avrebbe alcun senso se si limitasse ad incidere solo sul *quorum* deliberativo e non anche su quello costitutivo, sancendo l'inapplicabilità di quest'ultimo.

Il *quorum* deliberativo di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea è, infatti, già ordinariamente previsto dall'art. 2369, terzo comma, c.c.

Ma soprattutto è parimenti evidente che il *quorum* costitutivo o deliberativo per l'assemblea in seconda convocazione non possa essere più elevato di quello previsto per la prima convocazione.

Dunque, se è vero che, come si è avuto modo di osservare, in prima convocazione l'art. 212 disp. att. consente di adottare la deliberazione di cui trattasi con il voto favorevole di una certa quota del capitale rappresentato in assemblea, qualunque sia parte del capitale sociale presente, a maggior ragione quest'ultima regola deve valere anche per l'assemblea in seconda convocazione.

In altri termini la norma in esame pare diretta ad agevolare l'introduzione delle azioni a voto plurimo nelle società già esistenti, sul presupposto che tali società non hanno avuto la possibilità di introdurre siffatte azioni in sede di costituzione, essendone all'epoca vietata l'emissione.

In occasione dell'ampliamento del voto plurimo ad un massimo di dieci voti per azione, la legge n. 21/2024 non ha dettato alcuna disposizione transitoria, né ha modificato il citato art. 212.

Non sembra, peraltro, che si possa dubitare che l'introduzione del voto plurimo, anche nella sua versione ampliata dalla legge n. 21/2024, nello statuto di una società iscritta nel registro delle imprese alla data del 31 agosto 2014 che non lo prevedeva affatto, nemmeno nella forma del voto triplo, debba soggiacere alla menzionata disposizione transitoria.

Si tratta, invero, pur sempre di procedere alla "*creazione di azioni a voto plurimo ai sensi dell'articolo 2351 del codice*", sia pure nel testo aggiornato per effetto della legge n. 21/2024.

In quest'ottica la mancata modifica del citato art. 212 ad opera della legge n. 21/2024 pare indicativa della volontà del legislatore di mantenere ferme le maggioranze agevolate sopra illustrate anche per il voto multiplo ampliato, in ossequio alla *ratio legis* diretta a sostenere la competitività dei capitali.

A maggiori problemi dà luogo all'ipotesi in cui una società iscritta nel registro delle imprese alla data del 31 agosto 2014 abbia già introdotto nello statuto il voto triplo prima della modifica apportata all'art. 2351 c.c. e intenda ora incrementare il numero di voti spettanti a siffatte azioni.

seconda convocazione una maggioranza pari ad oltre la metà del capitale sociale, quand'anche essa non raggiungesse i due terzi del capitale presente in assemblea".

Una interpretazione strettamente letterale potrebbe indurre a ritenere che la norma di cui all'art. 212 disp. att. non possa in tal caso essere applicata, non vertendosi in ipotesi di "creazione di azioni a voto plurimo". Né sarebbe possibile ricorrere ad una interpretazione analogica, trattandosi chiaramente di una norma eccezionale.

E tuttavia la *ratio legis* sopra illustrata sembra indurre a privilegiare la soluzione opposta.

Del resto, l'espressione "creazione di azioni a voto plurimo" si presta ad essere interpretata anche come creazione di una specifica tipologia di azioni di tal fatta prima non prevista dallo statuto, quale potrebbe essere l'azione a voto decuplo di cui alla nuova norma.

Nondimeno, anche seguendo quest'ultima interpretazione, nessuna agevolazione sui *quorum* è prevista per le società iscritte nel registro delle imprese dopo il 31 agosto 2014 e prima dell'entrata in vigore della legge n. 21/2024 che intendano introdurre nello statuto azioni a voto plurimo nella nuova versione ampliata fino a dieci voti per azione.

Quanto alle azioni a voto maggiorato di cui all'art. 127-*quinquies* del Tuf, manca del tutto una norma transitoria applicabile alla nuova configurazione di siffatte azioni introdotta dalla legge n. 21/2024.

Né sarebbe possibile utilizzare al riguardo l'art. 20, comma 1-*bis*, D.L. 24 giugno 2014 n. 91, il quale disponeva che "In sede di prima applicazione, le deliberazioni di modifica dello statuto assunte entro il 31 gennaio 2015 da società aventi titoli quotati nel mercato regolamentato italiano iscritte nel registro delle imprese alla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto, con cui viene prevista la creazione di azioni a voto maggiorato ai sensi dell'articolo 127-*quinquies* del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, sono prese, anche in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno la maggioranza del capitale rappresentato in assemblea".

Tali facilitazioni non sono ormai più applicabili in ragione della scadenza del termine previsto dalla norma citata e sono state a suo tempo oggetto di vibranti critiche da parte del mondo finanziario ed accademico⁹⁰.

Ciò posto, occorre chiedersi se il principio maggioritario che regola le modifiche statutarie nelle società per azioni possa applicarsi in modo generalizzato, ogni qual volta si intendano introdurre nell'organizzazione societaria azioni a voto plurimo, ovvero subisca limitazioni in determinate circostanze.

La citata disposizione di cui all'art. 212 disp. att., infatti, non chiarisce analiticamente quali tipi di deliberazione sono assoggettati al principio maggioritario, ma usa al riguardo un'espressione atecnica, laddove afferma che tale principio è applicabile alle deliberazioni di modifica dello statuto "con cui è prevista la creazione di azioni a voto plurimo".

A tale proposito, invero, deve rilevarsi che, anche nel caso di specie, va rispettata la regola generale secondo cui la maggioranza assembleare non può imporre alla minoranza assente o dissidente

⁹⁰ V. l'appello rivolto dalle pagine del Sole 24 Ore, da investitori istituzionali internazionali, associazioni di categoria, imprese di consulenza ed accademici, che ha invitato il Governo e il Parlamento a "non procedere all'estensione temporale del *quorum* agevolato per l'introduzione del voto maggiorato, tenendo fede così al proprio impegno di assicurare l'equo trattamento per tutti gli investitori. Ciò aiuterebbe a incoraggiare il flusso di investimenti nel mercato azionario italiano e faciliterebbe l'accesso delle società italiane a fonti di finanziamento alternative ai prestiti bancari. La credibilità e l'attrattività del mercato azionario italiano dipendono da un chiaro e lineare impegno a tutelare l'equo trattamento degli investitori di minoranza, in piena coerenza con il diritto societario italiano". In tale appello si sottolinea in particolare che "La maggioranza dei due terzi per le modifiche dello statuto fu un'innovazione fra le più efficaci della legge Draghi del 1998: con essa l'Italia si è messa al passo con i migliori standard internazionali nel proteggere le minoranze dal rischio che la maggioranza unilateralmente modifichi i diritti degli azionisti".

delibere lesive dei principi di correttezza e buona fede nonché di parità di trattamento fra i soci, che costituiscono il limite posto dal sistema all'operatività del principio maggioritario⁹¹.

Ne deriva che, con una delibera assunta a maggioranza in base ai *quorum* previsti per le modifiche statutarie ovvero, ricorrendone i presupposti, con il *quorum* speciale previsto dall'art. 212 disp. att., è possibile innanzitutto "creare" azioni a voto plurimo nei casi in cui non si modifichino i diritti delle azioni già in circolazione, e, dunque, le azioni a voto plurimo siano di nuova emissione.

In particolare, ciò accade laddove si provveda a:

- 1) deliberare un aumento di capitale a pagamento mediante emissione di azioni a voto plurimo⁹²;
- 2) prevedere nello statuto la possibilità di emettere, in occasione di futuri aumenti di capitale, azioni a voto plurimo, disciplinandone le caratteristiche.

A tale riguardo va sottolineato che, a rigore, la "creazione" di azioni a voto plurimo ricorre laddove si proceda non solo a prevedere nello statuto la possibilità di emettere azioni a voto plurimo, disciplinandone le caratteristiche, ma anche ad emettere effettivamente tali azioni.

La mera previsione della possibilità di emettere in futuro azioni a voto plurimo rappresenta, infatti, una disposizione programmatica, ma non determina ancora la venuta ad esistenza di siffatte azioni.

Quest'ultimo evento si produce, invece, laddove si deliberi un aumento di capitale mediante l'emissione di azioni a voto plurimo e questo sia sottoscritto.

Ne consegue che il *quorum* di cui all'art. 212 disp. att. deve ritenersi esteso non solo alla mera previsione statutaria in merito alla possibilità di emettere azioni a voto plurimo ed alla determinazione delle relative le caratteristiche, ma anche alla delibera di aumento di capitale mediante emissione delle predette azioni.

In altri termini il *favor* legislativo verso l'introduzione delle azioni a voto plurimo nelle società costituite prima dell'entrata in vigore del ripristino delle azioni a voto plurimo nel sistema positivo induce a ritenere che, nell'impropria espressione adoperata dal legislatore, rientri qualsiasi tecnica atta all'introduzione di siffatte azioni, ivi compresa l'emissione di nuove azioni mediante aumento di capitale a pagamento.

Ma a maggior ragione tale *quorum* agevolato si deve applicare alla mera previsione di cui al precedente punto 2), che rappresenta un *minus* rispetto alla deliberazione di cui al punto 1).

Peraltro, l'operatività del *quorum* di cui all'art. 212 disp. att. nel caso sub 1) è giustificata, sul piano sistematico, dal fatto che nella specie non si determina, di regola, alcuna violazione del principio di

⁹¹ Cfr. in quest'ottica ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 24.

⁹² Non pare invece possibile "creare" azioni a voto plurimo, in una società che ne sia sprovvista, mediante un aumento di capitale gratuito considerato che, come si è visto, in caso di aumento gratuito del capitale sociale mediante emissione di nuove azioni, agli azionisti detentori di azioni a voto plurimo devono essere assegnate azioni della medesima categoria, in conformità a quanto disposto dall'art. 2442, secondo comma, c.c. (ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 25).

E tuttavia anche tale operazione diverrebbe ammissibile, laddove la relativa deliberazione sia adottata l'unanimità, se si condivide l'assunto secondo cui "Il disposto dell'art. 2442, commi 2 e 3, c.c., è [...] applicabile alle sole delibere adottate a maggioranza" (*Orientamenti del Comitato Triveneto dei Notai in materia di Atti Societari* (massima H.G.20)).

parità di trattamento in quanto, trattandosi di aumento di capitale a pagamento, esso deve essere offerto in opzione a tutti i soci ex art. 2441 c.c.⁹³.

Ne deriva che, a mio avviso, laddove l'aumento di capitale sia caratterizzato dalla soppressione o dalla limitazione del diritto di opzione, non potrà applicarsi il *quorum* agevolato di cui all'art. 212 disp. att., ma varranno le maggioranze ordinarie⁹⁴.

A maggiore complessità dà luogo l'introduzione delle azioni in questione laddove essa sia diretta ad attribuire il voto plurimo ad azioni già in circolazione.

A tale riguardo deve distinguersi il caso in cui, come si è visto essere possibile (v. retro § 12.3.), le azioni a voto plurimo non connotino una categoria di azioni in senso tecnico ed il voto plurimo sia attribuito potenzialmente a tutte le azioni in circolazione subordinatamente al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative.

In questo caso, infatti, in linea di principio la delibera in questione non determinerebbe alcuna disparità di trattamento fra gli azionisti, giacché ognuno di essi potrebbe in futuro fruire del voto plurimo all'avverarsi della divisata condizione⁹⁵.

Ma a tal fine deve trattarsi, ovviamente, di una condizione che sia dotata dei tradizionali elementi della futurità e dell'incertezza, onde essa non può fare riferimento ad eventi già verificatisi con riferimento a taluno degli azionisti, a meno che non consti il consenso dei soci che risultino pregiudicati da tale circostanza.

In particolare, ciò può accadere nell'ipotesi in cui, come si è visto essere possibile, il voto plurimo sia attribuito potenzialmente a tutte le azioni in circolazione laddove esse siano appartenute al medesimo soggetto per un certo periodo continuativo, riproducendo nelle società non quotate, ad opera dell'autonomia statutaria, il fenomeno ricorrente nelle azioni a voto maggiorato previsto dall'art. 127-*quinquies* del Tuf.

In tale eventualità ai fini del rispetto dei menzionati principi di correttezza, buona fede e parità di trattamento fra i soci, non pare possibile attribuire il voto plurimo a chi, alla data della relativa delibera assembleare, sia già in possesso delle azioni dal prescritto periodo continuativo anteriore alla deliberazione medesima.

In altri termini occorre che il voto plurimo nel senso sopra ipotizzato sia attribuito solo ai soci che mantengano il possesso azionario per il periodo predetto a decorrere da una data successiva alla sua introduzione, come avviene, peraltro, nella fattispecie di cui all'art. 127-*quinquies* del Tuf.

⁹³ Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCIANO, *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, cit., 54; M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., 939; ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 25.

⁹⁴ Ritengono possibile deliberare l'introduzione delle azioni a voto plurimo mediante aumento di capitale con soppressione o limitazione del diritto di opzione M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione un voto"*, cit., 939; N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione di diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, cit., 15; ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 25, secondo cui "L'emissione di azioni a voto plurimo all'interno di operazioni di aumento di capitale con esclusione o limitazione dei diritti di opzione pone anche un problema di corretta determinazione del prezzo di emissione. Il potenziamento del diritto di voto spettante alle singole azioni può infatti costituire un elemento che rileva nel momento in cui si definisce il valore economico dell'azione. Si pone quindi il problema di una corretta valorizzazione in sede di emissione di questo plusvalore immanente nelle azioni a voto plurimo". In quest'ultimo senso v. già P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, cit., 7.

⁹⁵ Cfr. in quest'ottica A. BUSANI - M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si "pesano"*, cit., 1056; N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, cit. 15; ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 24.

Diversamente sarebbe necessario il consenso unanime di tutti i soci o almeno quello dei soci che sarebbero pregiudicati da siffatta disparità.

Nel caso in cui, invece, l'introduzione del voto plurimo sia atta a connotare una particolare categoria di azioni e, dunque, essa sia diretta ad incidere sul diritto di voto spettante ad alcune delle azioni in circolazione, si tratta di un'operazione tendenzialmente inammissibile a meno che non consti il consenso dei soci che risultino pregiudicati da tale conversione⁹⁶.

Sarà tuttavia possibile, a mio avviso, addivenire ugualmente all'operazione laddove siano adottati gli accorgimenti necessari ad assicurare il rispetto dei principi di buona fede e di parità di trattamento tra i soci.

In particolare, sarà possibile, ad esempio, con deliberazione assunta a maggioranza:

- prevedere la conversione forzata di alcune delle azioni in circolazione in azioni a voto plurimo quando essa riguardi una quota proporzionale di tutte le azioni detenute da ciascun socio ovvero le azioni da convertire siano individuate per sorteggio, a meno che non consti il consenso dei soci che risultino pregiudicati da tale conversione;
- prevedere la futura conversione automatica di talune azioni in azioni a voto plurimo al verificarsi di un determinato evento che investa siffatte azioni purché, al momento della delibera introduttiva di tale conversione, esso non si sia verificato con riferimento a nessuno degli azionisti, a meno che non consti il consenso dei soci che risultino pregiudicati da tale conversione.

18. L'INTRODUZIONE DELLE AZIONI A VOTO PLURIMO ED IL DIRITTO DI RECESSO

La possibilità di introdurre a maggioranza le azioni a voto plurimo, esaminata nel precedente paragrafo, reca con sé anche il problema di stabilire se tale deliberazione sia suscettibile di generare in capo ai soci che non hanno concorso a tale deliberazione il diritto di recesso di cui all'art. 2437, primo comma, lett. g) c.c., relativo alle *“modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione”*.

Il dubbio nasce dalla considerazione che, con riferimento alle azioni a voto maggiorato delle società quotate, l'art. 127-*quinquies*, comma 8, del TUF, nel testo riformato dalla legge n. 21/2024, dispone che *“La maggiorazione del voto ai sensi del comma 1 non attribuisce il diritto di recesso, mentre la maggiorazione del voto ai sensi del comma 2 attribuisce il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437 del codice civile”*.

In precedenza, nel vigore del testo introdotto dal D.L. 24 giugno 2014 n. 91, era previsto solo che la maggiorazione del diritto di voto non attribuiva il diritto di recesso.

Il diverso trattamento introdotto dalla legge n. 21/2024 per l'introduzione del voto maggiorato nella misura minima di due voti per azione e del voto maggiorato ampliato fino a dieci voti per azione è probabilmente ascrivibile alla circostanza che la maggiorazione del diritto di voto in misura superiore a due voti per azione è stata del legislatore, con una valutazione legale tipica,

⁹⁶ ASSONIME, Circolare n. 10 del 7 aprile 2015, cit., 24.

considerata di rilevanza tale da giustificare la tutela dei soci di minoranza mediante l'attribuzione del diritto di recesso⁹⁷.

Tuttavia, non pare che tale norma possa essere estesa analogicamente anche alle azioni a voto plurimo, trattandosi con ogni evidenza di una norma eccezionale, finalizzata al mantenimento della stabilità patrimoniale delle società quotate e, comunque, connessa alle particolari modalità di attribuzione del voto maggiorato previste dal Tuf.

Al di fuori di tale contesto, dunque, non potrà che applicarsi la norma di cui all'art. 2437, primo comma, lett. g) c.c., il cui esatto significato è, peraltro, assai controverso ed oscuro.

Si discute, infatti, se l'art. 2437, primo comma, lett. g), c.c. si riferisca esclusivamente alle delibere che abbiano *direttamente* ad oggetto modificazioni concernenti i diritti di voto o di partecipazione, come pare a mio avviso preferibile, ovvero il diritto di recesso in questione spetti anche in dipendenza di una modifica statutaria che incida *indirettamente* sui diritti di voto o di partecipazione⁹⁸.

In ragione di tali diverse interpretazioni, i primi commentatori si sono divisi fra quelli propensi all'applicazione del diritto di recesso all'introduzione delle azioni a voto plurimo⁹⁹ e quelli contrari a detta applicazione¹⁰⁰.

⁹⁷ Invece, secondo ASSONIME, *Circolare n. 6 del 13 marzo 2024*, cit., 99 "L'attribuzione espressa del diritto di recesso, che non è invece previsto nel caso della maggioranza ordinaria, sembra giustificarsi non solo e non tanto per la intensità del fattore di moltiplicazione del voto che viene introdotto, ma piuttosto alla luce della posizione di vantaggio in cui si trovano in soci che hanno già maturato la maggioranza ordinaria". Da ciò viene dedotto che il diritto di recesso non spetterebbe in caso di introduzione simultanea nello statuto tanto della maggioranza ordinaria di due voti quanto della maggioranza rafforzata fino a dieci voti, poiché in tal caso i soci sarebbero "in una condizione di parità sia rispetto al potere di influire sulla relativa delibera, non potendo contare su una maggioranza ordinaria pregressa sia rispetto agli effetti del decorso del termine di detenzione delle azioni (24 mesi per il raddoppio del voto e i successivi 12 mesi per l'incremento del voto fino a un massimo di 10) che decorre per tutti dalla data di iscrizione (facoltativa) all'elenco speciale".

E tuttavia l'argomentazione prova troppo, in quanto, seguendo tale ragionamento, non si spiegherebbe per quale ragione il diritto di recesso sia attribuito laddove, in una società il cui statuto già preveda il voto maggiorato nella misura minima di due voti per azione, ma nessuno dei soci abbia ancora maturato la maggioranza del diritto di voto nella misura minima di due voti per azione, venga introdotta la maggioranza rafforzata.

⁹⁸ Nel senso che l'art. 2437, primo comma, lett. g), c.c. si riferisca esclusivamente alle delibere che abbiano *direttamente* ad oggetto modificazioni concernenti i diritti di voto o di partecipazione v. C. ANGELICI, *Sull'art. 2437, primo comma, lettera g) del c.c.*, in *Riv. not.*, 2014, 865 ss.; V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.* 2005, I, 295; F. CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv. soc.*, 2005, 495; D. GALLETTI, *Commento all'art. 2437*, in *Il nuovo diritto delle società*, Commentario a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, 1509; V. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società - Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, 3, Torino, 2007, 228; G. MARASÀ, *Commento all'art. 2437*, in *Commentario romano al diritto delle società*, Padova, 2011, 784; ASSONIME, *Circolare n. 68 del 22 dicembre 2005*, *Il diritto di recesso nella società per azioni*, 8; in giurisprudenza Trib. Roma, 21 gennaio 2013, in *Foro Pad.*, 2013, I, 469; Trib. Roma 29 aprile 2014, reperibile su www.giurisprudenzadelleimprese.it; App. Brescia 2 luglio 2014, in *Giur. Comm.*, 2015, 1055, con nota di M. VENTORUZZO, *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*

Nel senso dell'irrelevanza di pregiudizi di fatto *Massima elaborata dal Consiglio Notarile di Roma*; Cass. 1 giugno 2017 n. 13875.

A favore della tesi che, invece, attribuisce il diritto di recesso anche la modifica statutaria che incide *indirettamente* sui diritti di voto o di partecipazione, sembrano orientati S. CAPPIELLO, *Commento all'art. 2437*, in *Codice commentato delle nuove società*, a cura di G. Bonfante, D. Corapi, G. Marziale, R. Rordorf e V. Salafia, Milano, 2004, 845; G. LAURINI, *Manuale breve della s.r.l. e delle operazioni straordinarie*, Padova, 2004, 126; V. A. PACIELLO, *Commento all'art. 2437*, in *Società di capitali - Commentario Niccolini Stagno d'Alcontres*, Napoli, 2004, 1114; A. DACCÒ, *Il recesso nelle s.p.a.*, in *Le nuove s.p.a.*, opera diretta da O. CAGNASSO - L. PANZANI, Bologna, 2011, p. 1414

⁹⁹ M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione un voto": tra azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, in *Riv. Not.*, 2014, I, 938; N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggioranza del diritto di voto*, cit.; G. GUIZZI, *La maggioranza del diritto di*

A mio avviso deve innanzitutto ritenersi che il recesso di cui all'art. 2437, primo comma, lett. g) c.c. compete agli azionisti che non abbiano concorso alla deliberazione relativa all'introduzione delle azioni a voto plurimo, laddove essa comporti che:

- 1) azioni già emesse ovvero
 - 2) azioni da emettere in virtù di un aumento di capitale contestualmente deliberato,
- siano munite del voto plurimo.

Solo tale operazione, infatti, determina, *in linea di principio*, una effettiva modificazione dello statuto avente ad oggetto direttamente "*i diritti di voto*"¹⁰¹.

Nondimeno l'art. 2437, primo comma, lett. g), per quanto interessa in questa sede, dovrebbe essere diretto ad evitare che al socio di minoranza sia imposta dalla maggioranza assembleare una modifica del peso del voto che ciascun socio può esprimere in assemblea, onde potrebbe dirsi che si tratti di "*deliberazioni che hanno direttamente ad oggetto la modificazione dei diritti di voto o di partecipazione dei soci e per la cui adozione, in assenza del rimedio dell'exit, si potrebbe dubitare dell'applicazione del principio maggioritario*"¹⁰².

Se ne deve dedurre che il diritto di recesso in parola non può competere ogni qual volta la delibera sia strutturata in modo tale che ciascun socio sia posto in condizione di non subire siffatta modifica.

Ciò accade, in particolare:

- nell'ipotesi sub 1), laddove l'attribuzione del voto plurimo alle azioni già emesse sia effettuata in modo tale da non alterare le maggioranze risultanti dalla situazione preesistente, come avviene, ad esempio, quando si procede alla conversione delle azioni in circolazione in azioni a voto plurimo con riferimento ad una quota proporzionale di tutte le azioni detenute da ciascun socio;
- nell'ipotesi sub 2), laddove le azioni a voto plurimo da emettere siano offerte in opzione a tutti i soci in proporzione alla quota di capitale da essi detenuta, in quanto in tal caso ai soci è data facoltà, esercitando il diritto di opzione, di conservare le maggioranze risultanti dalla situazione preesistente.

Resta da esaminare l'ipotesi in cui, come si è visto essere possibile, il voto plurimo sia attribuito potenzialmente a tutte le azioni in circolazione, e non soltanto ad una determinata categoria azionaria, laddove esse siano appartenute al medesimo soggetto per un certo periodo

voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica, cit., 159; P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, cit., 7; M. LIBERTINI, in M. LIBERTINI - C. ANGELICI, *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. Dir. Comm.*, fasc.1. 2015.

¹⁰⁰ P. MONTALENTI, *Intervento in Voto plurimo, voto maggiorato e modifiche dell'OPA*, in *Giur. Comm.*, 2015, 229 e ss.; ASSONIME, *Circolare n. 10 del 7 aprile 2015*, cit., 28, secondo cui "*Nel caso in cui [...] si intendesse seguire l'interpretazione secondo cui la norma si riferisce alle sole modifiche dirette dei diritti di voto, l'emissione di azioni a voto plurimo non legittimerebbe il riconoscimento del diritto di recesso ai soci che non hanno concorso alla deliberazione*"; C. ANGELICI, in M. LIBERTINI - C. ANGELICI, *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. Dir. Comm.*, fasc.1. 2015; F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, cit., 804.

¹⁰¹ In quest'ottica v., infatti, P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, cit., 8. *Contra* M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione un voto"*, cit., 938, secondo cui il diritto di recesso spetterebbe anche a fronte della sola introduzione nello statuto della mera possibilità di emettere azioni a voto plurimo.

¹⁰² Trib. Roma 29 aprile 2014, cit., sulla scia di V. CALANDRA BUONAURO, *Il recesso del socio di società di capitali*, cit., 295.

continuativo, riproducendo nelle società non quotate, ad opera dell'autonomia statutaria, il fenomeno ricorrente nelle azioni a voto maggiorato previsto dall'art. 127-*quinquies* del Tuf.

In tal caso, invero, di regola, l'introduzione di una regolamentazione statutaria di tal fatta non attribuisce il voto plurimo a chi, alla data della relativa delibera assembleare, sia già in possesso delle azioni dal prescritto periodo continuativo anteriore alla deliberazione medesima.

Normalmente, infatti, al fine di evitare disparità di trattamento fra i soci, il voto plurimo nel senso sopra ipotizzato dovrebbe essere attribuito solo ai soci che mantengano il possesso azionario per il periodo predetto a decorrere da una data successiva alla sua introduzione.

Ne consegue che in tal caso i soci esistenti al momento dell'introduzione della fattispecie in esame nello statuto non possono, a ben vedere, subire alcuna modifica del peso del voto che ciascuno di essi può esprimere in assemblea.

Tale modifica, invero, si determinerà solo dopo la maturazione dell'*holding period* previsto nello statuto e, per di più, potenzialmente a favore di tutti coloro che erano soci al momento della delibera assembleare introduttiva del voto plurimo.

La mancata attribuzione del voto plurimo e la conseguente differenziazione in senso peggiorativo del peso del voto di uno di tali soci può verificarsi solo laddove egli alieni successivamente le proprie azioni prima della maturazione dell'*holding period* previsto nello statuto, decorrente dall'introduzione della relativa modifica statutaria.

In tal caso, alla scadenza di tale periodo, le azioni alienate non potranno godere del voto plurimo, mentre quelle che saranno state conservate dagli altri soci usufruiranno dello stesso, determinando in tal modo un'alterazione della proporzionalità del voto al possesso azionario finché gli acquirenti delle azioni alienate non maturino un nuovo periodo di possesso continuato idoneo ad attribuire loro il voto plurimo.

Ma tale pregiudizio derivante dalla modifica in senso peggiorativo del peso del voto delle azioni alienate graverà sull'acquirente e non sul socio alienante che deteneva siffatte azioni al momento della delibera introduttiva del voto plurimo.

Nondimeno si potrebbe rilevare che la circostanza che l'alienazione delle azioni prima della maturazione dell'*holding period* faccia sì che le azioni alienate pervengano all'acquirente con la prospettiva di un indebolimento del peso del voto relativo, può arrecare di riflesso un pregiudizio anche al socio alienante.

Costui, infatti, in ragione di tale potenziale indebolimento, potrebbe vedersi riconosciuto dall'acquirente un prezzo di vendita delle proprie azioni inferiore a quello che sarebbe stato conseguibile in mancanza del medesimo.

Tuttavia, siffatto pregiudizio deve considerarsi irrilevante se si condivide l'interpretazione secondo cui il diritto di recesso *ex art. 2437*, primo comma, lett. g), c.c. spetta solo con riferimento alle delibere che incidano in via diretta sui diritti di voto e di partecipazione e non anche alle modifiche indirette degli stessi.

L'art. 14 della legge n. 21/2024 apporta anche ulteriori modificazioni al Tuf che, sia pure indirettamente, coinvolgono le azioni a voto maggiorato, e sono finalizzate ad agevolare operazioni straordinarie transfrontaliere.

In particolare, viene modificato l'art. 106 del Tuf in materia di OPA obbligatoria totalitaria, inserendo un comma 5-*bis*, secondo cui l'obbligo di offerta non sussiste

se le soglie di partecipazione che fanno scattare l'OPA sono superate per effetto della maggiorazione dei diritti di voto conseguente a un'operazione straordinaria transfrontaliera e più precisamente ad *“un'operazione di fusione, trasformazione transfrontaliera o scissione proporzionale realizzata ai sensi del decreto legislativo 2 marzo 2023, n. 19, laddove in ciascuno dei suddetti casi non vi sia una modifica del rapporto di controllo, diretto o indiretto, sulla società risultante da dette operazioni”*.

Viene inoltre aggiunto all'art. 127-*quinquies* del Tuf un ultimo comma, secondo cui *“Nei casi di fusione, scissione o trasformazione transfrontaliera ai sensi del decreto*

legislativo 2 marzo 2023, n. 19, o ai sensi dell'articolo 25, comma 3, della legge 31 maggio 1995, n. 218, se la società risultante da dette operazioni è una società con azioni quotate o in corso di quotazione, lo statuto può prevedere che, ai fini del computo del periodo continuativo previsto al comma 1, rilevi anche il periodo di titolarità ininterrotta prima dell'iscrizione nell'elenco previsto dal comma 4 di azioni con diritto di voto della società incorporata, scissa o soggetta a trasformazione comprovato dall'attestazione rilasciata da un intermediario autorizzato ovvero con altri mezzi idonei ai sensi dell'ordinamento dello Stato che disciplina la società incorporata, scissa o soggetta a trasformazione”.

Del pari il nuovo testo del comma 6 dell'art. 127-*quinquies* del Tuf, nel ribadire il principio previgente secondo cui il progetto di fusione o di scissione può prevedere che il diritto di voto maggiorato preesistente spetti anche alle azioni spettanti in cambio di quelle a cui è attribuito voto maggiorato, dispone che *“Tale previsione trova applicazione anche nel caso di un'operazione di fusione, scissione o trasformazione transfrontaliera ai sensi del decreto legislativo 2 marzo 2023, n. 19”*.

Siffatte agevolazioni per operazioni transfrontaliere sono dirette con ogni evidenza a raccogliere i suggerimenti del Libro Verde, che sottolinea l'esigenza di *“favorire l'apertura delle società italiane al mercato e/o la scelta dell'Italia come Stato di costituzione e quotazione”*¹⁰³.

¹⁰³ Libro Verde su La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita, 31; ASSONIME, Circolare n. 6 del 13 marzo 2024, cit., 103.