

Voto maggiorato: prime verifiche d'effettività e prospettive di riforma

Post-print version of the following publication: | Versione post-print della seguente pubblicazione:

*Original Citation/Citazione:*

Mosco, Gian Domenico. (2019). Voto maggiorato: prime verifiche d'effettività e prospettive di riforma. LUISS LAW REVIEW, (ISSN: 2531-6915),2, 21-35.

*Availability/Disponibilità:*

This version is available at: [11385/192948](https://iris.luiss.it/handle/11385/192948) since: 2020-02-24T11:28:24Z - Questa versione è disponibile alla pagina: [11385/192948](https://iris.luiss.it/handle/11385/192948) dal: 2020-02-24T11:28:24Z

*Publisher/Casa editrice:*

Luiss Guido Carli, DREAM (Diritto e Regole per Europa Amministrazione e Mercati)

*Published version/Pubblicato:*

*License/Licenza:*

DRM (Digital rights management) non definiti

*Availability/Termini d'uso:*

The terms and conditions for the reuse of this version of the manuscript are specified in the publishing policy. Works made available under a Creative Commons license can be used according to the terms and conditions of said license. For all terms of use and more information see the publisher's website. | I termini e le condizioni relativi al riutilizzo della presente versione della pubblicazione sono disciplinati dalla politica editoriale. Le opere messe a disposizione con licenze Creative Commons possono essere utilizzate conformemente ai termini e alle condizioni previste da tali licenze. Per l'insieme delle condizioni di utilizzo e per ulteriori informazioni si rinvia al sito web dell'editore.

This item was downloaded from IRIS Luiss (<https://iris.luiss.it/>). When citing, please refer to the published version. | Questo documento è stato scaricato da IRIS Luiss (<https://iris.luiss.it/>). Per la citazione, fare riferimento alla versione pubblicata sul sito dell'editore.

(Article begins on next page | Il contributo inizia nella pagina successiva)



*Voto maggiorato: prime verifiche d'effettività e prospettive di riforma\**

di GIAN DOMENICO MOSCO

**Abstract**

Five years after the introduction of the loyalty shares into the national legislation, the paper checks the effectiveness of this legal arrangement in order to verify the achievement of legislator's targets, that are encouraging new listings, rewarding long-term investors' loyalty and recovering competitiveness regarding the concurrent legal systems. Under this assessment, the Author also ponders the attainment of other non-explicit policy purposes, especially the well-founded concerns that has been provided a new tool to help our entrepreneurs in shielding their controlling stakes in Italian listed companies. Finally, some legislative amendments are proposed with regard to the current configuration of loyalty shares in order to give a positive signal on behalf of institutional investors.

1. Sono passati ormai cinque anni da quando nel 2014 il c.d. decreto competitività ha consentito alle società per azioni quotate di prevedere statutariamente che ai soci che detengono le partecipazioni sociali per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi sia attribuita una maggiorazione del voto non superiore a due voti per ciascuna azione detenuta.

Non è un periodo di tempo molto lungo, ma nemmeno brevissimo. Sufficiente, comunque, per una prima verifica dell'istituto sul piano dell'effettività, vale a dire anzi tutto sulla sua reale applicazione e sulla capacità di conseguire gli obiettivi dichiarati ovvero di realizzarne altri e diversi. E per riflettere conseguentemente, non su un piano solo teorico, su vantaggi e svantaggi della maggiorazione con riguardo agli emittenti e al mercato del capitale di rischio.

La maggiorazione di voto, assieme a quella del dividendo introdotta nel 2010, ha rappresentato un piccolo shock per il nostro diritto societario, reso più evidente trattandosi di società quotate che raccolgono il risparmio presso il pubblico. Un colpo avvertito anzi tutto sotto due profili:

- (i) la valorizzazione di elementi personalistici, essendo le maggiorazioni attribuite alla persona del socio e non all'azione. È

vero che alcuni casi di rilievo della persona del socio erano già presenti nell'ordinamento delle società per azioni (azioni con prestazioni accessorie, clausola di gradimento), ma il loro rilievo era marginale, tanto più nelle quotate (D'ATTORRE, 2007). Tutt'altro che marginale è invece la maggiorazione, incidendo sui due principali diritti amministrativi (voto) e patrimoniali (utili);

(ii) l'attacco al principio di eguaglianza, sia pure relativa, delle azioni, che "conferiscono ai loro possessori eguali diritti", come recita l'art. 2348, co. 1, c.c., centrale nel diritto della s.p.a. se è vero, come diceva un Maestro quasi evangelicamente (MIGNOLI, 1953), che "In principio sta l'uguaglianza degli azionisti", con la connessa correlazione tra rischio e potere che la maggiorazione del voto, con riguardo ai soci "influenti", contribuisce a svilire, come già sotto altri profili è accaduto specie con la grande crisi del 2008 e il ben noto *too big to fail*. Anche in questo caso, colpi e colpetti erano già stati assestati ai due principi, soprattutto dalla riforma del 2003 (assegnazione non proporzionale delle azioni, azioni senza diritto di voto o con diritto limitato o subordinato, atipicità delle categorie di azioni, ecc.), ma la maggiorazione li mette, assieme al voto plurimo nelle altre s.p.a., più di ogni altra novità in radicale discussione (NOTARI, 2016; BARCELLONA, 2016a). Principio d'eguaglianza che, è quasi superfluo ricordarlo, rappresenta il principale strumento d'intervento del legislatore nella risoluzione del conflitto, immanente nelle società per azioni in ragione della loro naturale apertura al mercato, tra il ceto imprenditoriale interessato ad acquisire nella massima misura possibile risorse altrui per il finanziamento di un'iniziativa sulla quale non intende perdere il controllo e il ceto finanziario che affida ad altri i propri risparmi con l'obiettivo di massimizzarne il valore, ma desideroso di proteggere quel valore da possibili abusi e (o) appropriazioni di chi gestisce l'iniziativa (v. per es. GALGANO, 1976; BARCELLONA,

2016a). Principio della legittimazione del potere con il rischio che è alla base del capitalismo e che, nel diritto societario, proprio attraverso la regola un'azione-un voto, favorisce la valorizzazione dell'impresa da parte dei soci di controllo che più hanno investito nella società, dunque sono a ciò più interessati, e riduce il pericolo di estrazione da parte loro di benefici privati in contrasto con l'interesse sociale.

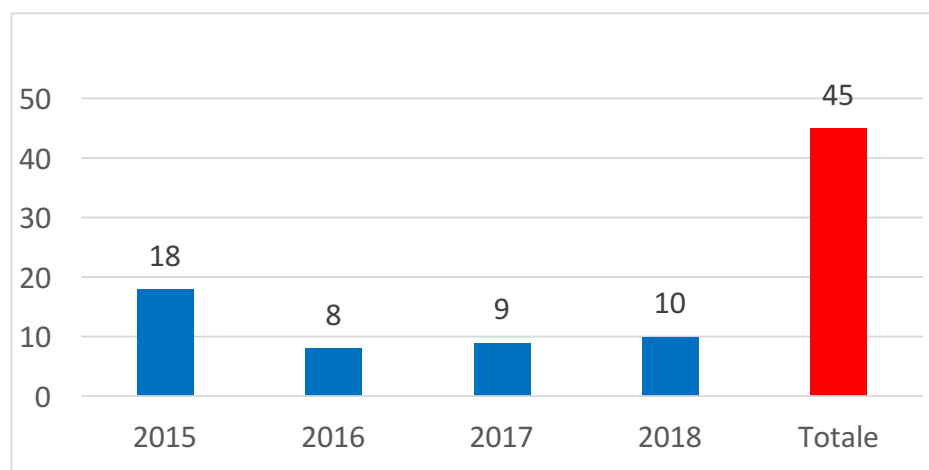
A ciò si aggiunga, considerato che nelle società quotate si rafforza tradizionalmente la tutela degli investitori anche sul piano della massima presenza di norme imperative nella loro disciplina legale, un'inedita contrattualizzazione del diritto di queste società, con un ruolo fondamentale attribuito all'autonomia statutaria nell'introduzione e in vari altri aspetti della maggiorazione, come dicevo inerente ai diritti fondanti della partecipazione nella società per azioni.

2. La maggiorazione di voto è presente (v. tab. 1) in circa un quinto delle nostre società quotate (45 su 240 al 31 dicembre 2018<sup>1</sup>), tra le quali Mondadori, Cofide, Class Editori, Dea Capital, Astaldi, Cairo Communication, Campari, Ferragamo, Tod's<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Il numero delle società quotate sul MTA al 31 dicembre 2018 è tratto da CONSOB, 2018a, p. 66, mentre il numero di società che hanno introdotto il voto maggiorato dall'elenco pubblicato sul sito Consob ([http://www.consob.it/web/area-pubblica/quotate/main/emittenti/societa\\_quotate/voto\\_maggiorato\\_plurimo\\_Ink.htm?nav=true](http://www.consob.it/web/area-pubblica/quotate/main/emittenti/societa_quotate/voto_maggiorato_plurimo_Ink.htm?nav=true)), dal quale si evince che a oggi il numero è cresciuto ulteriormente, atteso che un'altra società ha introdotto il voto maggiorato il 28 dicembre 2018 (GPI s.p.a.) e sei nuove società (tra cui Mediaset s.p.a) nel 2019. A fine giugno 2018, quando il numero di società che avevano deliberato il voto maggiorato era di 41, solo in 14 di queste vi erano azionisti che avevano già maturato il beneficio (CONSOB, 2018, 3).

<sup>2</sup> Diverse società appartengono al mondo dell'editoria, riproducendo quanto avviene negli Stati Uniti.



**Tab. 1 – Numero di società che hanno introdotto il voto maggiorato**

Non risulta compresa nessuna delle sei società quotate controllate dallo Stato (altre 15 sono controllate da enti pubblici). Si ha così conferma dell'accantonamento dell'introduzione della maggiorazione di voto, soprattutto in sede di prima applicazione grazie a un quorum deliberativo ridotto previsto in via transitoria, quale strumento per poter procedere a nuove diluzioni delle partecipazioni senza perdere il controllo, rivelatosi poco utile per la finanza pubblica (ANGELICI, 2015).

La prima risposta in termini di effettività è che la maggiorazione di voto si è già diffusa, aumenta costantemente ed è presente anche in società importanti, tre appartenenti al FTSE MIB. È però presente soprattutto nelle società familiari e tra queste la più parte è costituita da piccole imprese del settore industriale (CONSOB, 2018).

Com'è noto, nessuna società quotata ha introdotto la maggiorazione di dividendo (sempre meno sono le società con azioni di risparmio, solo 17 nel 2017; ormai azzerate quelle con azioni privilegiate a voto limitato: MARCHETTI *et al.*, 2018; CONSOB, 2018).

**3. Gli obiettivi più evidenti e richiamati (BARCELLONA, 2016b; GIAMPAOLINO, 2015; TOMBARI, 2016) della maggiorazione di voto sono:**

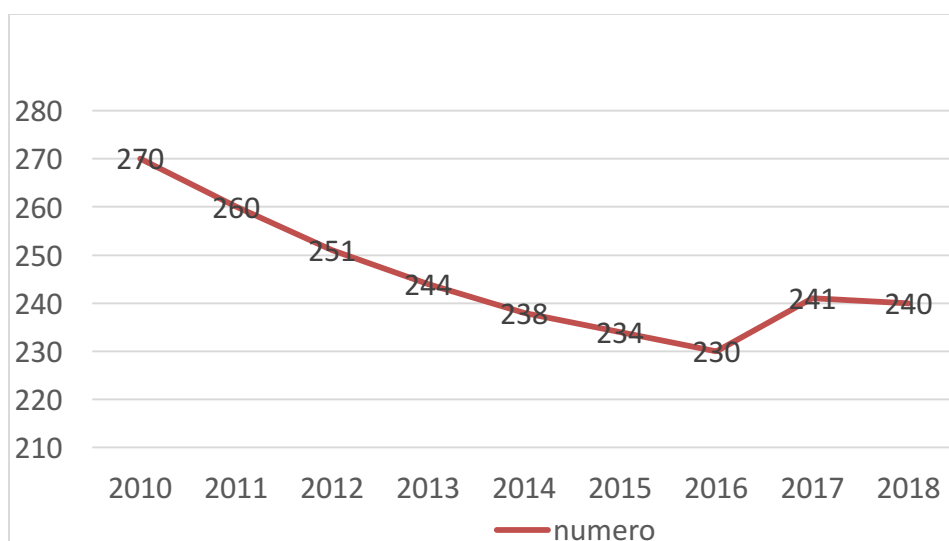
a) favorire le nuove quotazioni e aumentare la dimensione del flottante in sede di IPO superando il timore dei soci-imprenditori, in genere i fondatori, di perdere il controllo della società (così la stessa relazione al decreto competitività);

b) concedere un premio di fedeltà agli azionisti stabili, favorendo i *long-term investors*, si presume più propensi a sostenere scelte strategiche di sviluppo della società anche a medio/lungo termine;

c) recuperare competitività rispetto agli altri ordinamenti che già prevedevano il voto potenziato.

Sotto il primo profilo, dal 2014 a oggi sono aumentate le nuove quotazioni?

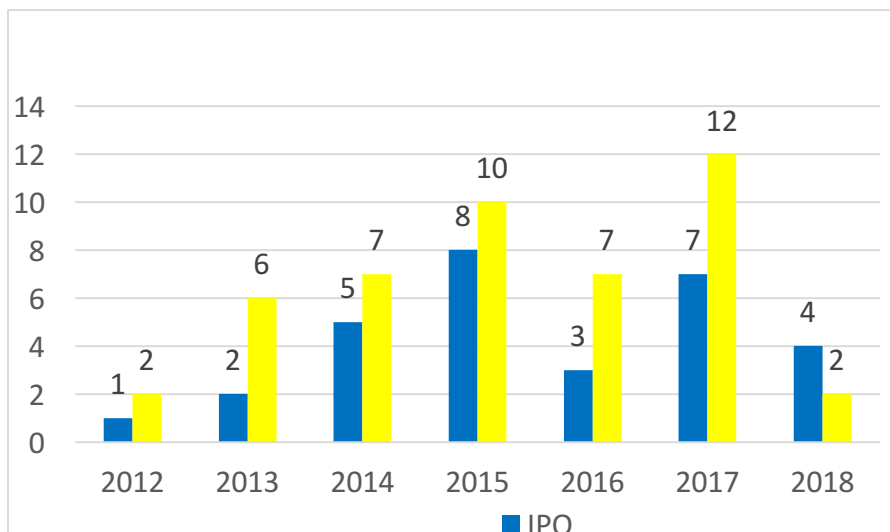
La risposta è negativa. Il numero delle quotate sul MTA (v. tab 2) dopo essere stato, cito le parole di MARCHETTI *et al.* (2018) “in costante declino dal 2010”, quando si contavano 270 emittenti per ridursi a 230 a fine 2016, si è successivamente un po' incrementato grazie a dodici nuove ammissioni (tra le quali 7 IPO) nel 2017 e altre 12 (tra le quali quattro IPO) nel 2018<sup>3</sup>.



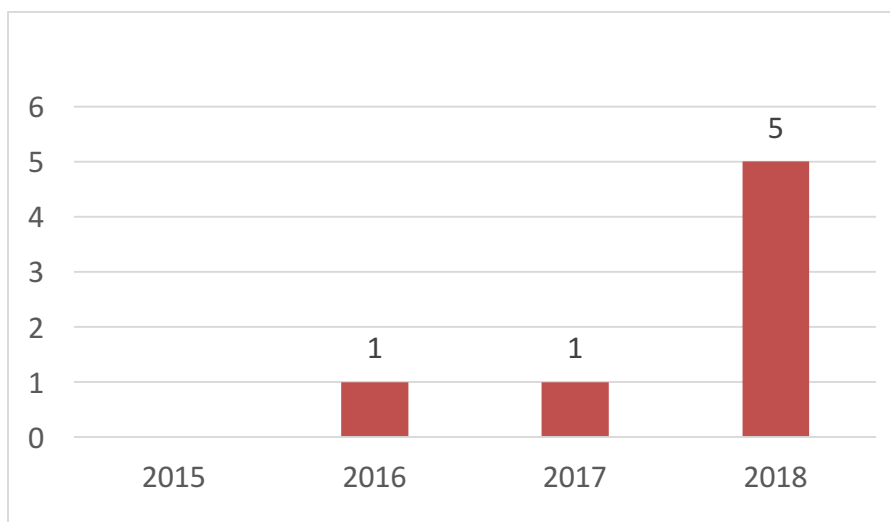
**Tab. 2 – Numero delle società quotate sul MTA**

<sup>3</sup> Il dato è tratto da CONSOB, 2018, p. 66.

D'altra parte, se complessivamente dal 2015 a oggi si contano 22 IPO<sup>4</sup> e in totale 41 ammissioni (v. tab. 4)<sup>5</sup>, le società offerenti che hanno previsto il voto maggiorato sono solo sette (v. tab. 5)<sup>6</sup>.



**Tab. 3 – Numero delle società quotate sul MTA**



**Tab. 4 – Società ammesse a quotazione nel periodo 2015-2018 che hanno introdotto il voto maggiorato**

<sup>4</sup> Considerando tutto il 2014, 27

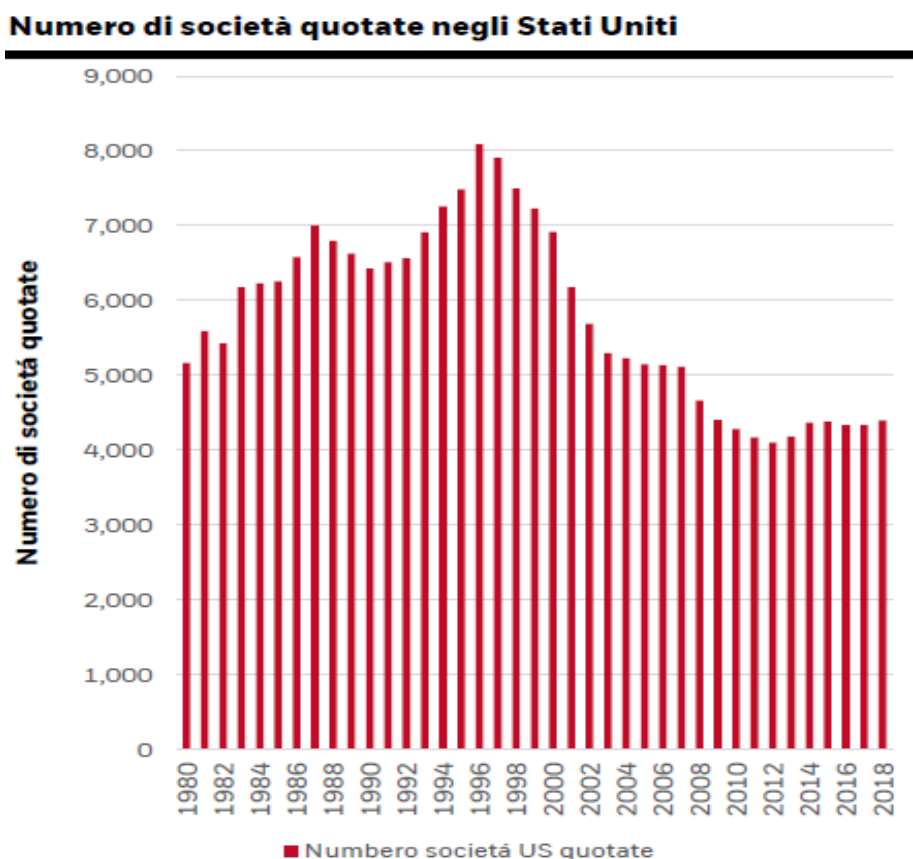
<sup>5</sup> V. ancora CONSOB, 2018a, p. 66.

<sup>6</sup> Dati tratti dal sito Borsa Italiana.

Insomma, non si può dire che il voto maggiorato abbia avuto gli effetti sperati sulla quotazione.

E nemmeno che la maggiorazione sia stata determinante per promuovere le IPO, essendo state introdotte solo da circa un quarto di loro.

Del resto, la crisi, almeno numerica, delle quotazioni è un fenomeno più ampio e non solo italiano. Negli stessi Stati Uniti nel periodo 1990-2018 non è aumentato ma significativamente diminuito il numero degli emittenti quotati, e si è appena ritornati al livello pre-crisi (v. tab. 5).



**Tab. 5 – Numero delle società quotate negli Stati Uniti (fonte BlackRock, Bloomberg, Word Bank World Development Indicators (WDI), database World Federation of Exchanges**

Tra poco le considerazioni sul secondo profilo.

Sotto il terzo e ultimo, la concorrenza tra ordinamenti, il voto potenziato è in effetti presente nella gran parte dei Paesi europei e negli USA. L'Italia è

indubbiamente passata da un sistema di tipo tedesco, lì come da noi essendosi nel tempo affermato il principio *one share-one vote*, a uno molto vicino a quello francese, dove pure già dagli anni sessanta dello scorso secolo si è passati al voto maggiorato, dal 2014 previsto come regola di *default* (ALVARO *et al.*, 2014; SPOLIDORO, 2015).

Non è però provato che la mancanza o la presenza dell'istituto abbia inciso sulle scelte di localizzazione delle società.

Si cita in genere il caso FIAT- FCA, perché all'epoca della fusione transfrontaliera con fissazione della sede legale in Olanda e fiscale nel Regno Unito (1° agosto 2014) la decisione è stata principalmente motivata dall'adozione del doppio voto per azione per promuovere la stabilità della base azionaria, possibile nei Paesi Bassi e già posta alla base di un'analogia operazione che l'anno precedente aveva interessato Fiat Industrial.

Il decreto competitività è del giugno dello stesso anno e la sua conversione di pochi giorni successiva all'assemblea della Fiat che ha assunto la deliberazione di fusione.

Nondimeno, nel 2016 anche la Ferrari è diventata una società di diritto olandese con le *special voting shares* e poco dopo ha fatto lo stesso la holding della famiglia Agnelli, l'Exor.

Certo, non si può escludere che alcune delle società che hanno adottato il voto maggiorato non avrebbero altrimenti proceduto alla quotazione o avrebbero spostato la sede in Paesi che prevedono il potenziamento del voto. Ma ce ne sono comunque che lo consentono in misura molto maggiore del doppio voto del nuovo art. 127-*quinquies* tuf, compresa l'Olanda, eppure non hanno attratto le nostre società. Così che resta almeno il dubbio che siano altre le circostanze che motivano una decisione di questo genere: regole applicabili al lavoro, fiscalità, tempi della giustizia, efficienza del Paese, rilievo internazionale del suo mercato dei capitali.

4. Le intenzioni del legislatore poste in genere alla base della maggiorazione del voto non appaiono dunque decisive alla prova dei fatti, per

quanto il periodo ancora ridotto d'applicazione consigli prudenza e renda necessaria una verifica futura basata su un periodo ragionevolmente più ampio.

Occorre allora chiedersi, come avvertivo all'inizio di questo intervento, se il nuovo istituto aveva altre motivazioni e se le ha realizzate e in particolare se risulta fondata l'indicazione di parte degli interpreti (tra gli altri MONTALENTI, 2016, BARCELLONA, 2016b, MARCHISIO, 2015; GIAMPAOLINO, 2015) secondo la quale la maggioranza di voto ha voluto piuttosto consentire ai nostri imprenditori di blindare le loro posizioni di controllo nelle società quotate.

Ricordo che la gran parte delle nostre società quotate è controllata da un azionista o da una coalizione (199 su 231 a fine 2017), che in 116 il maggior azionista ha più del 50% delle azioni ordinarie e che in media ha comunque una partecipazione complessiva di circa il 48% del capitale sociale (CONSOB, 2018).

Le nostre società sono quindi in genere ad azionariato concentrato e le famiglie ne controllano la maggior parte (145), soprattutto di quelle riconducibili al settore industriale.

Ciò detto, a chi può giovare la maggioranza di voto?

Certamente nessun interesse al potenziamento del voto ha l'investitore *retail*, il singolo azionista risparmiatore tradizionalmente contrapposto all'azionista imprenditore proprio per la sua apatia razionale nei confronti dell'esercizio di qualsiasi prerogativa partecipativa che non abbia carattere patrimoniale.

Quanto agli investitori istituzionali, presenti peraltro solo in circa un quarto delle quotate (nel 2017, 60 pari al 26% degli emittenti: CONSOB, 2018), per loro l'illiquidità contraddice in genere le politiche di investimento e ha un'utilità marginale nell'assemblea in presenza di una partecipazione che resterebbe comunque di minoranza. Nondimeno il potenziamento del voto potrebbe rendere più efficiente lo svolgimento del monitoraggio se si ripercuotesse anche sull'esercizio di quei diritti delle minoranze che costituiscono il cuore della loro attività di monitoraggio: dalla richiesta di convocazione dell'assemblea all'integrazione del suo ordine del giorno, passando attraverso gli strumenti propriamente reattivi a eventuali irregolarità gestorie, quali l'azione di

responsabilità e la denuncia al tribunale ex art. 152 tuf (v. tra gli altri MARCHISIO, 2015; GUIZZI, 2015). Tuttavia, la previsione contenuta nell'ultimo comma dell'art. 127-*quinquies* esclude che la maggiorazione del voto possa avere "effetto sui diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale", impedendo *a priori* che il potenziamento del voto possa agevolare in qualsiasi modo gli investitori istituzionali sotto questo riguardo.

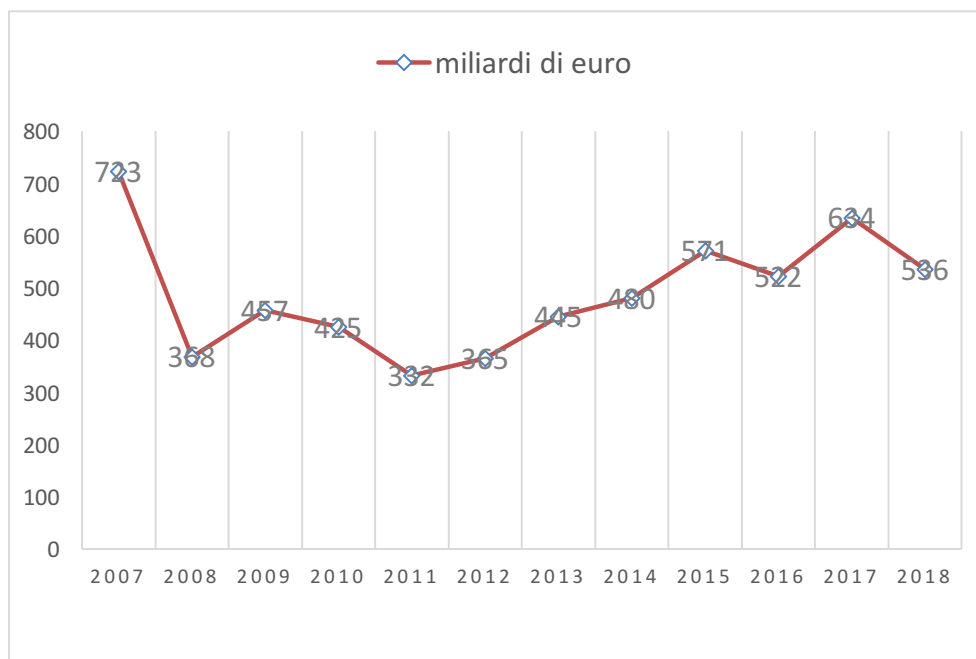
Insomma, sembra basso se non mancante l'interesse anche di questi investitori, come certamente di quelli *retail*, a mantenere stabile la loro partecipazione per fruire della maggiorazione di voto.

Inoltre, nella prospettiva del mercato del controllo i vari interventi correttivi e integrativi in materia di OPA hanno riguardato l'applicazione alla maggiorazione anche della c.d. regola di neutralizzazione, ma lasciando, come previsto in via generale dall'art. 104-*bis* tuf, all'autonomia statutaria il compito di prevederla, dunque sottoponendola a una scelta anzi tutto degli azionisti di controllo.

In definitiva, l'unica tipologia di azionista realmente interessata al potenziamento del voto previsto dall'art. 127-*quinquies* finisce per essere proprio quella dell'azionista di controllo o di riferimento, che attraverso questo meccanismo può consolidare la propria posizione senza procedere a ulteriori investimenti o addirittura capitalizzando parte della propria partecipazione diluendola senza conseguenze sul controllo.

**5.** Se così è, perché mai il nostro legislatore ha sentito il bisogno di "premiare" gli azionisti di controllo o comunque "influenti"?

Va tenuto presente che il decreto "competitività" del 2014 è stato approvato dopo che la crisi finanziaria del 2008 aveva praticamente dimezzato la capitalizzazione delle società quotate, scesa in quell'anno a 368 miliardi di euro rispetto ai 723 del 2007, per poi ridursi ancora nel 2011 (332 mld.) e realizzare una moderata crescita negli anni successivi per attestarsi nel 2014 a 480 miliardi, ancora inferiore di circa un terzo all'ammontare ante crisi (v. tab. 6).



**Tab. 6 – Capitalizzazione delle società quotate sul MTA**

La conseguenza è stata per le nostre quotate una forte esposizione al rischio di scalate ostili, bisognose di provviste finanziarie mediamente ridotte in modo significativo e in alcuni casi divenute davvero allarmanti.

Occorre chiedersi, allora, se la principale motivazione del voto maggiorato non vada ricercata nella visione del potenziamento del voto come strumento difensivo rispetto a scalate ostili, soprattutto d'origine non nazionale, anche considerato che il decreto competitività ha introdotto anche la possibilità di ridurre al 25% la soglia dell'OPA obbligatoria totalitaria per le quotate più piccole (PMI) e ha direttamente ridotto al 25% la soglia per le società contendibili (art. 106, co. 1-*bis*, tuf): e sappiamo, per esempio, le conseguenze per Vivendi in TIM del dover (o voler) restare sotto il 25%. D'altra parte, la risposta non può sempre essere solo l'assunzione di partecipazioni in "società di rilevante interesse nazionale" da parte della Cassa Depositi e Prestiti<sup>7</sup>. Si sa, del resto, che è diffusa la preoccupazione nei confronti degli investimenti c.d. *brownfield* che si sostanziano in operazioni di acquisizione di imprese già operanti e detentrici di asset, ben

<sup>7</sup> Ai sensi dell'art. 5, co. 8° bis, del d.l. 30 settembre 2003, n. 269, introdotto dall'art. 7, del d.l. 31 marzo 2011, n. 34.

diversi da quelli *greenfield* che vedono l'immissione di capitali per la realizzazione di nuove attività di produzione di beni e servizi nel nostro territorio, certamente e per tutti da incoraggiare.

Si consideri che, in Italia e in Europa il voto potenziato è stato utilizzato anche in passato con questa finalità, in Italia per esempio all'epoca della grande guerra, quando su impulso del ceto bancario gli statuti di numerose e importanti società hanno introdotto sistemi di voto plurimo (CARIELLO, 2015)<sup>8</sup>.

Una finalità protezionistica è peraltro dichiaratamente connessa alle *loyalty shares* a voto doppio francesi che hanno costituito il modello d'ispirazione per il d.l. 91/2014, in passato addirittura codificato nel terzo comma dell'art. L225-123 del *code de commerce*<sup>9</sup> che consentiva agli statuti di riservare la maggiorazione agli azionisti di nazionalità francese<sup>10</sup>.

A ben vedere, solo in quest'ottica può spiegarsi anche la scelta – altrimenti francamente incomprensibile – dell'art. 127 *quinquies* TUF di escludere al sesto comma il diritto di recesso in capo ai soci che non abbiano concorso all'approvazione della modifica statutaria introduttiva del voto maggiorato. Una scelta ancora una volta motivata, forse, da finalità protettive delle nostre quotate, non volendo offrire l'occasione agli investitori di minoranza di ridurre ancora attraverso il recesso la loro patrimonializzazione.

**6.** Se nel 2014 si è voluto evitare che investitori esteri sfruttassero la crisi finanziaria per mettere nell'angolo le grandi "famiglie italiane" sulle quali ancora si fonda il nostro capitalismo, le ragioni che hanno giustificato l'introduzione del voto maggiorato non si possono dire venute meno.

---

<sup>8</sup> ALVARO *et al.* (2014) ricordano che in quegli anni, con le medesime finalità protezionistiche, "anche a livello normativo si registrarono due proposte che intendevano subordinare l'emissione di azioni a voto plurimo alla loro nominatività e all'intestazione a cittadini italiani".

<sup>9</sup> Corrispondente all'art. 175 della l. n. 66-537 del 24 luglio 1966 sulle società commerciali, che stabiliva: "Le droit de vote prévu aux alinéas 1er et 2 ci-dessus peut être réservé aux actionnaires de nationalité française et à ceux ressortissant d'un Etat membre de la communauté européenne", successivamente esteso ai cittadini di uno stato membro dello Spazio Economico europeo.

<sup>10</sup> Possibilità ampiamente sfruttata dalle società francesi, fino all'abrogazione del comma 3 operata dalla l. 29 marzo 2014, c.d. Loi Florange, la quale ha altresì previsto che nelle società quotate il voto doppio si applichi quale regola di default, salvo diversa previsione statutaria.

La capitalizzazione delle nostre società quotate (v. nuovamente tab. 6) è ancora lontana dal tornare al livello ante crisi, pur avendo in parte recuperato e attestandosi a circa 536 miliardi al 31 dicembre 2018<sup>11</sup>, inferiore di circa un quarto alla capitalizzazione del 2007 (-187 miliardi).

Vanno inoltre considerate le proiezioni al ribasso della crescita del PIL e le preoccupazioni relative al ripercuotersi del debito pubblico sui mercati finanziari, le une e le altre potenzialmente penalizzanti per l'andamento della borsa.

Forse, dunque, non è il momento giusto per accantonare il voto maggiorato, come in tempi "normali" credo sarebbe opportuno fare almeno nella sua attuale configurazione. Credo che la soluzione più equilibrata sia in prospettiva quella di limitare il ricorso all'istituto alle sole società di nuova quotazione, introducendo un limite temporale massimo da questa decorrente per la validità della maggiorazione, decorso il quale il beneficio decade automaticamente. Si manterrebbe così la pur incerta capacità del voto maggiorato di incoraggiare la quotazione mitigando però i suoi effetti negativi sulla contendibilità delle società, come avviene con le c.d. *fixed-time sunset clauses* elaborate oltreoceano dalla prassi statutaria (BARCELLONA, 2016a).

Qualcosa, però, si potrebbe già fare anche per lanciare qualche segnale agli investitori istituzionali di riequilibrio della regolamentazione degli assetti proprietari e di *governance* delle nostre società quotate.

Anzi tutto, la sostituzione dell'ultima parte del co. 8 dell'art. 127-*quinquies* con una disposizione che dia rilievo anche alle percentuali di voto ai fini dell'esercizio dei diritti delle minoranze, dando così maggior senso alla maggiorazione anche nell'ottica degli investitori in ragione della loro precipua funzione di monitoraggio.

Inoltre, il superamento dell'esclusione del diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437 c.c. con riguardo alla deliberazione che inserisce nello statuto la maggiorazione del voto, ora prevista come detto dal comma 6 dell'art. 127-*quinquies*.

---

<sup>11</sup> Dato tratto da CONSOB, 2018, p. 66.

Certo, c'è un qualche rischio di fuga da parte degli investitori istituzionali, ma credo sia un rischio molto limitato, mentre la previsione del recesso potrebbe sia scoraggiare nuove introduzioni del voto potenziato, sia – forse soprattutto – assicurare gli investitori, nazionali ed esteri.

In ogni caso, un argomento tanto delicato com'è quello dell'efficienza dei sistemi di allocazione del voto e in generale della regolamentazione del mercato del controllo societario – dove non conta solo, per quel che conta, la concorrenza tra gli ordinamenti, ma soprattutto la reciprocità con riguardo alla mancanza di barriere, dirette o indirette, nei confronti degli investitori esteri – non può prescindere da scelte condivise a livello internazionale, e quanto meno da un'armonizzazione realizzata, dopo tanti studi e ripensamenti, dall'Unione europea.

#### RIFERIMENTI

- ALVARO S. *et al.* (2014), *La derivazione dal principio «un'azione - un voto» e le azioni a voto plurimo*, Quaderno giuridico Consob n. 5, Roma
- ANGELICI C. (2015), *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, interventi al seminario tenutosi presso la Facoltà di giurisprudenza dell'Università "La Sapienza" di Roma il 7 novembre 2014, in *Giur. comm.*, I, p. 214 ss.
- BARCELLONA E. (2016a), sub art. 2351, 4° co., c.c. e art. 127 sexies t.u.f., in M. CAMPOBASSO *et al.* (a cura di), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da ABBADESSA e PORTALE, vol. I, Milano, p. 562 ss.
- BARCELLONA E. (2016b), sub art. 127 quinquies t.u.f., in M. CAMPOBASSO *et al.* (a cura di), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da ABBADESSA e PORTALE, vol. II, Milano, p. 3953 ss.
- CARIELLO V. (2015), *Un formidabile strumento di dominio economico. Contrapposizioni teoriche, battaglie finanziarie e tensioni ideologiche sul voto potenziato tra le due Guerre Mondiali*, Milano
- CONSOB (2018), *Report on corporate governance of Italian listed companies*, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/46180/46181/rcg2018.pdf/549286f4-907e-427c-9fdf-926386140479>
- CONSOB (2018a), *Relazione per l'anno 2018*, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/46180/46181/Rel2018.pdf/b22cbdc6-5b67-4795-b9ed-b2cfae8f4bb0>
- D'ATTORRE G. (2007), *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano
- GALGANO F. (1976), *Storia del diritto commerciale*, Bologna.
- GIAMPAOLINO C. F. (2015), *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giur. comm.*, I, p. 779 ss.
- GUIZZI G. (2015), *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corr. giur.*, II, p. 153 ss.
- MARCHETTI P. *et al.* (2018), *Uno sguardo alla governance delle società quotate italiane*, in *Riv. soc.*, p. 254 ss.
- MARCHISIO E. (2015), *La "maggiorazione del voto" (art. 127 quinquies tuf): récompense al socio stabile o trucage del socio idi controllo?*, in *Banca borsa*, I, 78 ss.
- MIGNOLI A. (1953), *La nozione di categoria e le categorie di azioni ai sensi degli artt. 2348 e 2376 cod. civ.*, in *Riv. dir. comm.*, I, p. 434 ss.

MONTALENTI P. (2016), *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo: prime considerazioni*, in U. TOMBARI (a cura di), *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Torino, p. 30 ss.

NOTARI M. (2016), *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un «canone fondamentale» o una regola suppletiva?*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, p. 379 ss.

SPOLIDORO M. S. (2015), *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, p. 134 ss.

TOMBARI U. (2016), *“Maggiorazione del dividendo” e “maggiorazione del voto”: verso uno “statuto normativo” per l’investitore di medio-lungo termine?*, in *Banca borsa*, I, 303 ss.

\* Destinato agli studi in onore di Gustavo Visentini. In forma diversa e inserito in un più ampio contributo il lavoro farà parte anche del trattato TUF diretto da Cera e Presti.