



**DOTTORATO DI RICERCA IN  
DIRITTO E IMPRESA**

**XXIX CICLO**

Coordinatore Chiar.mo Prof. Giuseppe Melis

**DISPROPORTIONAL OWNERSHIP NELLE SOCIETA'  
QUOTATE  
IL VOTO MULTIPLO**

**TUTOR**  
Chiar.mo Prof.  
**Gian Domenico Mosco**

**DOTTORANDA**  
Dott.ssa  
**Sara Meloni**

**DISPROPORTIONAL OWNERSHIP NELLE SOCIETA'  
QUOTATE  
IL VOTO MULTIPLIO**

**Introduzione**.....5

**Capitolo I**

**La dissociazione tra rischio e gestione *by leveraging voting power*: le novità del Decreto Competitività in una prospettiva comparata**

**1. Il Decreto Competitività**.....9  
    1.1 Gli intenti dichiarati.....9  
    1.2 (Segue) ... e quelli inespressi.....16  
**2. *One share – one vote*: quale futuro?**.....22  
**3. *Multiple voting rights* e funzione economica**.....33  
**4. Il voto multiplo: esperienze a confronto**.....39  
    4.1 La *dual-class structure* negli Stati Uniti.....39  
    4.2 Il voto doppio in Francia.....45  
        4.2.1 Le *loyalty shares*.....45  
        4.2.2 La *Loi Florange: vote double* “legale” vs *vote double* “statutario”.....47

**Capito II**

**Il voto multiplo nelle società quotate italiane: profili di disciplina**

**1. Le azioni a voto maggiorato**.....54  
    1.1 Clausola statutaria e periodo minimo di fedeltà.....54  
    1.2 L’iscrizione nell’apposito elenco.....59  
    1.3 La rinuncia al voto maggiorato.....64  
    1.4 La cessione delle azioni: la perdita della maggioranza e i casi di conservazione.....65  
    1.5 Diritto di recesso: *ratio* dell’esclusione e compatibilità di sistema.....69  
    1.6 Quorum costitutivi e deliberativi.....72  
**2. Il voto plurimo**.....75

2.1 Le azioni a voto plurimo nel codice civile.....	75
2.2 Le azioni a voto plurimo nel TUF.....	82

### **Capitolo III**

#### **La maggiorazione del voto, le offerte pubbliche di acquisto e la trasparenza degli assetti proprietari**

<b>1. La maggiorazione del voto e le novità in materia di OPA obbligatoria.....</b>	<b>85</b>
1.1 Presupposti e soglie.....	85
1.2 La determinazione del prezzo delle azioni.....	91
1.3 Il superamento passivo.....	93
1.4 (Segue) ... e l'OPA "differita".....	95
1.5 Il superamento temporaneo.....	98
1.6 OPA obbligatoria e PMI.....	100
<b>2. Il potenziamento del voto e la neutralizzazione.....</b>	<b>102</b>
<b>3. Trasparenza e assetti proprietari.....</b>	<b>106</b>

<b>Conclusioni.....</b>	<b>110</b>
-------------------------	------------

### **Appendice**

#### **Tavole sinottiche**

1.1 Amplifon S.p.a. ....	118
1.2 Astaldi S.p.a. ....	119
1.3 Cairo Communication.....	120
1.4 Carraro S.p.a. ....	121
1.5 Centrale del Latte d'Italia ....	122
1.6 Class Editori S.p.a. ....	124
1.7 Cofide S.p.a.....	125
1.8 Conafi Prestitò S.p.a. ....	126
1.9 Davide Campari Milano S.p.a. ....	127
1.10 Dea Capital S.p.a. ....	128
1.11 Diasorin S.p.a. ....	129
1.12 Exprivia S.p.a. ....	130

1.13	Gruppo Waste Italia S.p.a. ....	132
1.14	Hera S.p.a. ....	133
1.15	Intek Group S.p.a. ....	135
1.16	Iren S.p.a. ....	137
1.17	Landi Renzo S.p.a. ....	138
1.18	Maire Tecnimont S.p.a. ....	139
1.19	Nice S.p.a. ....	140
1.20	Openjobmetis S.p.a. ....	141
1.21	Poligrafica San Faustino S.p.a. ....	143
1.22	Sabaf S.p.a. ....	144
1.23	Saes Getters S.p.a. ....	145
1.24	Technogym S.p.a. ....	146
1.25	Ternienergia S.p.a. ....	148
1.26	Zignago Vetro S.p.a. ....	149
	<b>Bibliografia</b> .....	<b>150</b>

## INTRODUZIONE

Il Decreto Competitività nel 2014 ha introdotto nel nostro ordinamento le azioni a voto maggiorato e ha abrogato il divieto di emissione di azioni a voto plurimo. Hanno quindi trovato ingresso anche nel diritto societario italiano istituti – già noti ad altri Paesi – che consentono il potenziamento del diritto di voto e che hanno inferto un colpo durissimo al principio *one share – one vote*, uscito a brandelli già dalla riforma delle società di capitali del 2003.

Si tratta di meccanismi che – seppur differenti sotto molteplici aspetti, anche sostanziali – consentono al socio di esercitare in assemblea un “pluspotere”<sup>1</sup> rispetto alle risorse investite e di realizzare una dissociazione tra rischio e gestione, più o meno marcata a seconda della loro concreta configurazione e della combinazione con gli altri strumenti di *disproportional ownership* cui è possibile attingere.

La facoltà del potenziamento del voto è stata estesa anche alle società quotate, in un contesto da sempre caratterizzato da un maggior grado di imperatività.

Si è deciso quindi di offrire alle quotate italiane uno strumento capace di incidere sulla contendibilità della società, in modo da non subire passivamente la concorrenza di altri ordinamenti, anche europei, assicurando una struttura finanziaria maggiormente versatile. Si è tentato di vincere la ritrosia alla quotazione, fenomeno piuttosto diffuso nel nostro Paese. Non ultimo – si è detto da più parti – lo Stato regolatore ha dotato lo Stato azionista di un efficace strumento per favorire la dismissione delle partecipazioni senza dover subire una diluizione del controllo.

---

<sup>1</sup> CALVOSA, L., *La partecipazione eccedente*, Milano, Giuffrè, 2000, 170.

Al di là degli intenti dichiarati e di quelli inespressi, la reale portata innovativa dei meccanismi di potenziamento del voto e la loro idoneità a non deludere le aspettative del legislatore vanno valutate al vaglio dei fatti.

In un'ottica di effettività, solo attraverso l'analisi empirica è possibile verificare il gradimento – che si misura in termini di diffusione – di un nuovo istituto giuridico.

Nell'ambito delle società quotate italiane, il potenziamento del voto – declinato come voto maggiorato, fisiologicamente destinato ad operare in quel contesto – non ha invero incontrato largo consenso; non risulta che, ad oggi, la maggiorazione sia stata introdotta in alcuno degli statuti delle grandi partecipate, sulle cui esigenze sembrava invece tarato; né, infine, l'obiettivo di evitare la fuga di capitali verso altri ordinamenti e di arginare il *forum shopping* può dirsi raggiunto visto l'abbandono della Fiat, prima, e della Ferrari, poi.

L'impressione è che il potenziamento del voto, ultimo totem<sup>2</sup> da abbattere a presidio della proporzionalità tra rischio e gestione, abbia rappresentato una novità più in termini formali che sostanziali, potendosi gli stessi effetti ottenere sia con una struttura *dual class* con azioni ordinarie e azioni senza voto sia mediante l'impiego di tecniche meno trasparenti, ma molto care al mercato italiano, quali i gruppi piramidali di cui la maggiorazione, incidendo solo sulla leva azionaria e non anche su quella finanziaria, non rappresenta un surrogato perfetto<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> MONTALENTI, P., *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo: prime considerazioni*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, TOMBARI, U. (a cura di), Torino, Giappichelli, 2016, 29.

<sup>3</sup> Sul punto si rinvia più diffusamente al Cap. I § 3.

Il voto plurimo invece, nonostante la sua interferenza con la disciplina delle quotate possa sembrare marginale, nasconde delle rilevanti potenzialità, soprattutto in termini di incentivo alla quotazione: tant'è che un utilizzo dell'istituto con queste finalità è già concretamente rinvenibile nella complessa operazione che ha portato alla quotazione di FILA S.p.a.

Dall'analisi della disciplina della maggiorazione del voto e al di là della sua concreta diffusione, un dato di sistema però si può trarre: si registra una tendenziale valorizzazione dell'elemento personalistico nell'ambito delle società quotate<sup>4</sup> che dovrebbero, al contrario, essere luogo d'elezione dell'anonimato.

La maggiorazione infatti, ancorché legata a condotte *loyal* dell'azionista, è comunque connessa ad una caratteristica soggettiva (*rectius* ad un comportamento) del socio ed è destinata a venir meno con la cessione della partecipazione, al pari dei diritti particolari attribuibili ai soci di s.r.l. ex art. 2468, 3° comma, c.c, nel cui ambito, come noto, l'elemento personalistico è particolarmente spiccato. Si incrina quindi l'assioma di azione quale "*prius* logico" rispetto alla persona del socio<sup>5</sup>.

L'introduzione del voto potenziato avrebbe potuto rappresentare uno strumento attraverso il quale agevolare il progressivo superamento del capitalismo di relazione<sup>6</sup> che caratterizza il mercato

---

<sup>4</sup> TOMBARI, U., "Maggiorazione del dividendo" e "Maggiorazione del voto": verso uno "Statuto normativo" per l'investitore di medio-lungo termine?, in *Banca, borsa e titoli di credito*, III, 2016, 305.

<sup>5</sup> D'ATTORRE, G., *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2007, 102.

<sup>6</sup> Il PITRUZZELLA, G., *Relazione annuale sull'attività svolta*, 31 marzo 2014, definisce così il "*crony capitalism*" (ndr Conosciuto in Italia come capitalismo di relazione):

italiano. Ad oggi questo obiettivo non sembra incontrare il favore degli operatori ma, probabilmente, è comunque importante tendervi.

Occorre però chiedersi – ed è a questo interrogativo che si cercherà di dare risposta – se il voto multiplo, così come disciplinato nel nostro Paese, possa effettivamente rappresentare un volano per il mercato del controllo societario.

---

“L’intreccio tra pochi grandi potentati economici, sulle loro relazioni, con il potere politico e amministrativo” che “si basa sui privilegi, piuttosto che sui meriti, aggrava le diseguaglianze, rende la società chiusa, statica, poco aperta alla concorrenza e all’innovazione. Parimenti sacrifica l’aspirazione degli individui di poter migliorare la loro posizione sociale, esclusivamente in virtù dei loro meriti”. Intrecci che secondo l’Autorità hanno finito per avvelenare la nostra economia poiché “hanno favorito l’espansione di una spesa pubblica, per alcune delle sue componenti, improduttiva e inefficiente, diretta soddisfare gli interessi particolaristici delle *lobbies* e dei cacciatori di rendite”



## CAPITOLO I

### LA DISSOCIAZIONE TRA RISCHIO E GESTIONE *BY LEVERAGING VOTING* *POWER: LE NOVITÀ DEL DECRETO COMPETITIVITÀ IN UNA* PROSPETTIVA COMPARATA

SOMMARIO 1. Il Decreto Competitività. 1.1 Gli intenti dichiarati. 1.2 (Segue) ... e quelli inespressi. – 2. *One share – one vote*: quale futuro? – 3. *Multiple voting rights* e funzione economica. 4. Il voto multiplo: esperienze a confronto. 4.1 La *dual-class structure* negli Stati Uniti. 4.2 Il voto doppio in Francia. 4.2.1 Le *loyalty shares*. 4.2.2 La *Loi Florange: vote double* “legale” vs *vote double* “statutario”.

#### 1. Il Decreto Competitività

##### 1.1 Gli intenti dichiarati

Con il D.L. 91/2014 (c.d. Decreto Competitività), conv. con mod. in L. 116/2014, recante “*misure per il settore agricolo, la tutela ambientale e l’efficientamento energetico dell’edilizia scolastica e universitaria, il rilancio e lo sviluppo delle imprese, il contenimento dei costi gravanti sulle tariffe elettriche, nonché per la definizione immediata di adempimenti derivanti dalla normativa europea*”, il legislatore italiano ha attuato una vera e propria rivoluzione copernicana in materia di diritto di voto e ha consentito anche nel nostro Paese, seppur con soluzioni differenziate tra società quotate e non, l’utilizzo di meccanismi di voto multiplo. Al riguardo non si può preliminarmente evitare di mettere in luce la tecnica legislativa utilizzata per l’introduzione dei nuovi istituti che, in linea con una prassi

invalsa da tempo, hanno trovato spazio in un provvedimento contenente misure eterogenee e trasversali adottate in via d'urgenza. L'abuso della decretazione d'urgenza del resto è un problema ormai noto che si riflette non solo sulla qualità delle norme prodotte ma anche e soprattutto in termini di scarsa ponderazione delle scelte effettuate in una logica di sistema<sup>7</sup>.

Ad ogni buon conto, a seguito dell'entrata in vigore del Decreto Competitività e alle modifiche apportate in sede di conversione, nel nostro ordinamento è stato introdotto il voto multiplo nella sua duplice accezione di voto maggiorato e voto plurimo.

Quanto alla maggiorazione del voto, il legislatore ha attinto a piene mani dall'esperienza francese delle *loyalty shares*, seppur con soluzioni non del tutto sovrapponibili a quelle prescelte oltralpe<sup>8</sup>, riservandola però, almeno in via espressa<sup>9</sup>, alle sole società quotate e

---

<sup>7</sup> MOSCO, G. D., *La notte delle regole: responsabilità della politica e problemi di tecnica legislativa*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2013, 353, oltre ad esaminare in generale i problemi di tecnica legislativa che interessano il nostro Paese, evidenzia come, "soprattutto con la crisi e la conseguente legislazione emergenziale" i decreti legge si siano imposti quali "strumenti per realizzare riforme anche assai articolate e di grande impatto sistemico di medio-lungo periodo".

<sup>8</sup> Per l'esame delle *loyalty shares* francesi sia consentito rinviare § 4.3. Per l'analisi nel dettaglio della disciplina delle azioni a voto maggiorato v. Cap. 2.

<sup>9</sup> Ritiene non ammissibile la maggiorazione del voto nelle società non quotate MARCHETTI, P., *Il voto maggiorato nelle società quotate*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Torino, Giappichelli, 2016, 3, il quale afferma: "Non credo che la maggiorazione di voto sia consentita alle società non quotate. La maggiorazione pare concepita come incentivo all'investimento in borsa. Presuppone logicamente la circolazione delle partecipazioni. Costituisce disincentivo al cedere alle sirene della volatilità". Di diverso avviso MONTALENTI, P., *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo: prime considerazioni*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Torino, Giappichelli, 2016, 33,

quotande. Per le restanti tipologie di società, è stata introdotta, con una modifica dell'ultima ora<sup>10</sup>, la possibilità di emettere azioni a voto plurimo, preclusa invece alle quotate<sup>11</sup>.

La Relazione illustrativa, che si concentra sul solo voto maggiorato, dal momento che il voto plurimo non era contemplato nella versione iniziale del provvedimento, evidenzia la decisione di rimettere all'autonomia statutaria la possibilità di “*prevedere azioni a voto maggiorato a beneficio degli azionisti a lungo termine*” quale argine per il “*timore di perdere il controllo a seguito della quotazione*”, individuato come “*uno dei principali fattori che disincentiva l'ingresso in borsa delle imprese familiari italiane*”. Allo stesso tempo il legislatore ha valutato che la maggiorazione del voto – e, quindi, un'applicazione meno rigida del principio *one share-one vote* – potesse rappresentare un disincentivo all'utilizzo di gruppi piramidali e, in generale, di “*strumenti di rafforzamento del controllo tendenzialmente più opachi*”. Sempre nella Relazione illustrativa la maggiorazione del voto è qualificata come “*premio di fedeltà*” per gli azionisti di lungo corso, al pari della maggiorazione del dividendo<sup>12</sup> che è possibile

---

secondo il quale “il voto maggiorato – nuovamente non vedo preclusioni normative – potrebbe essere introdotto, anche rafforzato, appunto, *ratione temporis*, nelle società chiuse.”

<sup>10</sup> La versione iniziale del Decreto Competitività conteneva infatti esclusivamente le disposizioni in tema di maggiorazione del voto e manteneva fermo il divieto di emissione di azioni a voto plurimo.

<sup>11</sup> Come si avrà modo di approfondire nel Cap. II è tuttavia consentita la conservazione delle azioni a voto plurimo emesse anteriormente alla quotazione e l'emissione di nuove azioni a voto plurimo in sede di aumento di capitale laddove la società abbia, appunto, già una simile categoria al fine di non alterare gli equilibri tra categorie.

<sup>12</sup> Sulla maggiorazione del dividendo in favore degli azionisti fedeli RESCIO, G., *Clausole di maggiorazione del dividendo nell'evoluzione del sistema delle società azionarie*, in AA. VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*.

attribuire agli azionisti fedeli diversi, però, dai soci di controllo. In verità, nonostante lo stesso legislatore abbia posto i due istituti in parallelo, come a volerne per certi versi accomunare le sorti, è innegabile la diversità di approccio che essi richiedono<sup>13</sup>: la maggiorazione del dividendo è un meccanismo premiale in favore degli azionisti fedeli non titolari di una posizione di controllo; della maggiorazione del voto evidentemente beneficerà soprattutto il socio di controllo che sarà portato a sfruttare al meglio le potenzialità di quello che, ai suoi occhi, apparirà semplicemente nelle vesti di *Control Enhancing Mechanism*<sup>14</sup>. È poi evidente che l'aumento da parte degli

---

*Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, Giappichelli, 2011, 289; STELLA RICHTER, M., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Rivista del Diritto commerciale e del Diritto generale delle obbligazioni*, I, 2011, 89; MARCHISIO, E., *La maggiorazione del dividendo*, in *I diritti degli azionisti nelle società quotate (Commento al d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 e 18 luglio 2012 n. 91)*, CIOCCA, N., MARASÀ, G., Torino, Giappichelli, 2015, 183.

<sup>13</sup> TOMBARI, U., “Maggiorazione del dividendo” e “Maggiorazione del voto”: verso uno “Statuto normativo” per l’investitore di medio-lungo termine?, in *Banca, borsa e titoli di credito*, III, 2016, 305 evidenzia proprio che “il diritto delle società quotate ha introdotto – sebbene in momenti temporalmente diversi e con logiche e funzioni non del tutto omogenee – due disposizioni che vanno a costituire, se unitamente considerate, un frammento di “statuto normativo” volto ad agevolare la presenza di investitori di medio-lungo termine [...]. Se questo è vero, si deve sin d’ora precisare che – mentre il legislatore ha regolato le condizioni di applicabilità della maggiorazione del dividendo, consentendone il godimento solo ai soci di minoranza ed in particolare agli azionisti cd minimi – anche gli azionisti stabili “di controllo” possono beneficiare della maggiorazione del voto”

<sup>14</sup> MONTALENTI, P., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell’Opa*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1/2015, 223, evidenzia come possa sorgere un “dubbio – consistente – che nelle società quotate il nuovo istituto risponda maggiormente all’interesse al rafforzamento del socio di controllo che non all’interesse ad attrarre investitori *long term* [...] il voto maggiorato verrà probabilmente utilizzato più come

statuti del periodo minimo di fedeltà richiesto per la maggioranza finisce col rafforzare il ruolo del socio di controllo e, di conseguenza, rafforza la funzione di CEMs del nuovo istituto<sup>15</sup>.

È in ogni caso innegabile che, se è vero che nel Rapporto sul principio di proporzionalità nell'Unione europea del 2007 le *loyalty shares* francesi – riprese dal legislatore italiano – sono state per lo più assimilate al fenomeno del voto multiplo e classificate tra le “*multiple voting rights shares*” annoverate tra i CEMs “*by learning voting power*”, esse presentano delle peculiarità tali da aver indotto la dottrina a parlare di CEM “alla francese”<sup>16</sup>, riconducibile a “*una nuova generazione di CEMs, consistente nell’attribuzione di poteri speciali di*

---

rafforzamento degli *incumbent* che non dei *loyal shareholders*, in particolare qualora il limite minimo di 24 mesi venisse ulteriormente elevato; il che la legge non impedisce.”

<sup>15</sup> Questa considerazione è di MONTALENTI, P., *Voto maggiorato e voto plurimo: prime riflessioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, 22/2015, 13.

<sup>16</sup> Così si esprime CHENE, N., *Le droit de vote double en France – Panorama de son utilisation et impact de valorisation des sociétés*, reperibile su [vernimmen.net](http://vernimmen.net) che, in chiave critica rispetto agli esiti degli studi della Commissione europea sui meccanismi di *disproportional ownership*, rileva che “en effet l’étude mentionnée ci-dessus entraine selon nous une méprise regrettable dans la mesure où il assimile le mécanisme des droits de vote double français aux actions à droits de votes multiples des autres pays européens ... Dans le rapport pour la Commission Européenne, le droit de vote double à la française, nous l’avons déjà mentionné, est étudié dans la catégorie des actions à droit de vote multiple et n’est pas véritablement distingué des systèmes où coexistent plusieurs classes d’actions. A ce titre, les fonds d’investissements qui ont été interrogé sur leur opinion se sont exprimés sans pouvoir distinguer le droit de vote double à la française. Ainsi, le résultat de l’étude qui fait ressortir une image très négative des actions à droit de vote multiple ne saurait être pris comme un indicateur totalement pertinent dans ce cas”.

*voto alle azioni detenute dagli azionisti che abbiano dimostrato fedeltà alla società mantenendole in portafoglio per un certo tempo*<sup>17</sup>.

Recentemente infatti, in ambito europeo, è stata registrata una tendenza a speculazioni di *short-term* e “*un drastico accorciamento degli orizzonti di investimento*”<sup>18</sup>, laddove, al contrario e in linea con gli obiettivi strategici Europa 2020, si intende incentivare investimenti a lungo termine, in grado di determinare “*benefici pubblici di più ampia portata*”<sup>19</sup>. Allo stesso tempo la Commissione europea annovera, tra i suoi obiettivi primari in ambito societario, l’incoraggiamento degli azionisti a partecipare al governo societario e la massimizzazione del

---

<sup>17</sup> SPOLIDORO, M. S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Rivista delle società*, I, 2015, 140.

<sup>18</sup> *Il quadro dell’Unione europea in materia di governo societario*, Libro Verde, 2011.

<sup>19</sup> Così *Il finanziamento a lungo termine dell’economia europea*, Libro verde, 2013 nel quale si legge appunto che “gestire correttamente il processo di finanziamento a lungo termine è essenziale per sostenere le riforme economiche strutturali e tornare a una duratura tendenza alla crescita economica”. SPOLIDORO, M. S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Rivista delle società*, I, 2015, 141 evidenzia che “in molti ambienti, da qualche tempo, si è diffusa la preoccupazione per gli effetti negativi delle strategie di investimento a breve termine degli azionisti e degli speculatori, che sono sempre esistiti, ma oggi hanno più peso di un tempo”. TOMBARI, U., “*Maggiorazione del dividendo*” e “*Maggiorazione del voto*”: verso uno “*Statuto normativo*” per l’investitore di medio-lungo termine?, in *Banca, borsa e titoli di credito*, III, 2016, 304 osserva che “le crisi finanziarie dell’ultimo decennio hanno evidenziato la necessità di sostituire o comunque limitare visioni c.d. di *short termism* (accusate di essere tra le cause delle crisi stesse), valorizzando e recuperando la prospettiva dell’investimento a medio-lungo termine. Ciò sul presupposto che la presenza in una società quotata di investitori di medio-lungo termine (non solo di minoranza, ma ancor prima di maggioranza) possa consentire al CEO ed al *management* di perseguire una politica imprenditoriale non meramente finanziaria, a vantaggio della società, dei suoi *stakeholders* (in senso lato, ad iniziare dagli azionisti) e dello stesso Sistema-Paese”.

loro coinvolgimento<sup>20</sup>, anche con finalità di efficace monitoraggio sull'operato del *management*.

In questo contesto, nell'ottica di arginare la propensione al breve termine, le speculazioni e le esternalità negative connesse ai rapporti di agenzia, accanto agli strumenti tradizionalmente già impiegati<sup>21</sup>, nel Libro verde sul finanziamento a lungo termine si è ipotizzato di poter agire anche su un diverso fronte: “*analizzando ad esempio l'eventualità di opzioni per la concessione di diritti di voto potenziati [...] agli investitori a lungo termine*”<sup>22</sup>.

Si fa evidentemente riferimento ad una modalità allocativa del voto che, seppur a fronte di una specifica esigenza diversa dal consolidamento del controllo, mette comunque in campo un meccanismo di *disproportional ownership*, consistente, appunto, in azioni “di fedeltà” (*loyalty voting mechanism*) riservate agli azionisti di lungo termine, che, nei fatti, però, l'azionista di controllo – il quale verosimilmente sarà anche l'azionista più fedele – percepirà in ogni caso come “*una valida alternativa [...] rispetto alla long term extraction of private benefits*”<sup>23</sup>.

Quanto invece al voto plurimo, introdotto solo in sede di

---

<sup>20</sup> *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, 2012.

<sup>21</sup> Il riferimento, come specificato dalla stessa Commissione europea, è agli interventi in materia di obblighi fiduciari, conflitto di interessi, remunerazione, esercizio del diritto di voto, divulgazione dei costi e dei servizi di consulenza sugli investimenti e di gestione del portafoglio.

<sup>22</sup> *Il finanziamento a lungo termine dell'economia europea*, Libro verde, 2013.

<sup>23</sup> SPOLIDORO, M. S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Rivista delle società*, I, 2015, 158.

conversione del Decreto Competitività, la sensazione è che si tratti di una innovazione poco meditata né valutata in un'ottica di sistema, bensì introdotta sulla scia delle medesime considerazioni che hanno sorretto l'introduzione del voto maggiorato, pur trattandosi di una fattispecie solo parzialmente affine ma diversa nella sostanza. Il voto plurimo infatti, più che incidere sulle logiche di breve periodo, in quanto diritto amministrativo diverso inerente ad una categoria azionaria, si atteggia quale *Control Enhancing Manhanism* "puro" risultando quindi ancor più rispondente a finalità di consolidamento del controllo rispetto alla semplice maggiorazione del voto.

## 1.2 (Segue) ... e quelli inespressi

In ogni caso, non convince appieno l'inquadramento del voto maggiorato tra gli istituti incentivanti la quotazione, posto che si tratta di un meccanismo che, una volta introdotto, pur potendosi tener conto ai fini del possesso continuativo di almeno ventiquattro mesi del periodo antecedente la quotazione, resta una modalità allocativa del voto valevole – indistintamente – per tutti i soci. In quest'ottica, maggiormente rispondente allo scopo risulta essere l'emissione, prima della quotazione, di azioni a voto plurimo per le quali è stata garantita, in via eccezionale, l'ultrattività<sup>24</sup>.

---

<sup>24</sup> MARCHISIO, E., *La maggiorazione del voto (Art. 127 quinquies TUF): récompense al socio "stabile" o truccage del socio di controllo?*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1/2015, 86, al riguardo sottolinea "se la disposizione fosse destinata a favorire la quotazione, essa dovrebbe essere destinata solo ad imprese di nuova quotazione (come, per altro, avviene per le azioni a voto plurimo, consentite solo se emesse prima della quotazione ex art. 127 sexies, comma 2°, t.u.f.). Al contrario, non solo l'art 127-quinquies t.u.f. si applica anche alle società già presenti sul listino ma, addirittura, la



In verità, al di là delle finalità dichiarate, non sembra essere un caso che gli interventi in materia di voto multiplo siano arrivati immediatamente dopo la ben nota vicenda della fusione transfrontaliera a seguito della quale Fiat S.p.a. si è fusa per incorporazione nella Fiat Chrysler Automobiles N.V. Tale operazione ha determinato infatti, nella sostanza, il trasferimento della sede legale *holding* del gruppo Fiat in Olanda e il domicilio fiscale nel Regno Unito. Tra le motivazioni a sostegno dell'operazione era stata indicata anche la possibilità di accedere a “*loyalty voting to promote stable and supportive shareholder*

---

legge di conversione ha previsto [peraltro incorrendo in un grossolano errore lessicale] che l'introduzione della relativa clausola statutaria possa essere deliberata entro il 31 gennaio 2015 “anche in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno la maggioranza del capitale rappresentato in assemblea” invece che con i quorum stabiliti per le deliberazioni dell'assemblea in sede straordinaria”. Sotto altro profilo, GIAMPAOLINO, C. F., *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giurisprudenza commerciale*, V, 2015, 781, evidenzia che “in primo luogo, l'intervento non sembra aver tenuto conto degli studi che hanno rilevato l'anormale “sconto” – maggiore rispetto a quanto riscontrabile in quasi tutte le altre istituzioni occidentali – che nel mercato azionario italiano subiscono le azioni senza diritto di voto (sub specie azioni di risparmio) rispetto a quelle con diritto di voto. Se l'introduzione di maggiori poteri a favore di certi soci rischia di deprimere il valore delle altre azioni, è lecito chiedersi se questa distribuzione sia opportuna e coerente con l'incentivo alla quotazione, che pure l'intervento legislativo sembra promuovere.” Ad ogni buon conto, si è registrato un fervente dibattito anche sui quotidiani, a dimostrazione di come la portata dell'intervento fosse di una certa rilevanza. Si veda: PLATEROTI A., in *Una cura che aiuta le Ipo*, *Il Sole 24 Ore*, 1 agosto 2014; ZINGALES L., *Quel voto plurimo così opaco*, ibidem; MUCCHETTI M., *Perché va difeso il voto plurimo*, in *Il Sole 24 Ore*, 3 agosto 2014; ZINGALES, L., *Il voto plurimo favorisce le “piramidi”*, *il Sole 24 Ore*, 5 agosto 2014; BERTOLDI B., *Forse opaco ma di certo utile al nostro tessuto industriale*, ibidem; DE NICOLA A., *Il diritto societario più pazzo del mondo*, in *L'Espresso*, 8 agosto 2014; TAMBURINI F., *Stato&Mercato. Riforma (a sorpresa) per le privatizzazioni*, in *Corriere Economia*, 15 settembre 2014;

*base*”, all’epoca non previsto dal diritto italiano, così lasciando intendere che l’assenza di *loyalty voting mechanism* avrebbe indotto il trasferimento in Olanda della sede sociale<sup>25</sup>.

A seguito di tali eventi – o meglio in contemporanea – il Decreto Competitività ha modificato sia il TUF sia il codice civile, pur essendo evidente che l’impossibilità di utilizzare meccanismi premiali sul fronte del voto agli azionisti di lunga data non può, di per sé, essere valutata quale incentivo alla *corporate mobility* se avulso dal contesto di riferimento e quindi da un’analisi a tutto tondo dell’ordinamento di

---

<sup>25</sup> Per una ricostruzione della vicenda e puntuali spunti di riflessione PERNAZZA, F., *La mobilità delle società in Europa da Daily Mail a Fiat Chrysler Automobiles*, in *Diritto del commercio internazionale*, II, 2015, 439 e MARCHETTI, P., *Le fusioni transfrontaliere del gruppo Fiat-Chrysler*, in *Rivista delle società*, V, 2014, 1124, BARBA G., NAVARETTI, G. OTTAVIANO, in *Made in Torino? Fiat Chrysler Automobiles e il futuro dell'industria*, Il Mulino, 2014. Come osserva MORINI, A., *Appunti sulle loyalty shares*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2016, 703 “Per effetto della fusione, tutti gli azionisti di Fiat Industrial che avessero votato favorevolmente assumevano la legittimazione all’iscrizione in uno speciale registro (*Loyaltyregister*) al fine di poter ricevere, a titolo gratuito, per ciascuna azione posseduta una ulteriore azione di pari valore nominale e dotata di diritto di voto emessa dalla società liberandola mediante l’utilizzo di una riserva all’uopo costituita. Tali azioni non possono essere cedute che alla società emittente nei casi in cui l’azionista richieda la cancellazione dall’apposito registro ovvero o di trasferimento a soggetti privi di legittimazione a detenerle. Ogni azionista che permanga iscritto per tre anni nel registro speciale avrà diritto di ricevere una ulteriore azione con le caratteristiche appena descritte. [...] Risulta quindi evidente che soltanto ragioni di semplificazione in lingua italiana possano far definire le azioni attribuite da CNH Industrial NV, FCA o Ferrari quali azioni a voto plurimo. In questi casi si è infatti in presenza di una azione con più voti ma di una ulteriore azione rispetto a quella ordinaria emessa a favore di un azionista “permanente”: si tratta, quindi, di classificare tali titoli nell’ambito delle cd *loyalty shares*”.

destinazione, che tenga in debito conto l'insieme dei meccanismi incentivanti il trasferimento, incluso, soprattutto, quello fiscale<sup>26</sup>.

Il caso Fiat si configura quindi come “*un caso emblematico di localizzazione di un'impresa in base a (legittime, ovviamente) scelte operate in base alla concorrenza regolatoria*”<sup>27</sup> che ha visto l'Olanda qualificarsi in posizione di favore sotto il profilo del diritto societario e il Regno Unito da un punto di vista fiscale.

Peraltro non si può evitare di rilevare che le misure adottate col Decreto Competitività non hanno comunque impedito la migrazione verso Olanda e Regno Unito, sulla base del medesimo schema adottato

---

<sup>26</sup> Ancora PERNAZZA, F., *La mobilità delle società in Europa da Daily Mail a Fiat Chrysler Automobiles*, in *Diritto del commercio internazionale*, II, 2015, 439. Coerentemente con tale osservazione MARCHISIO, E., *La maggioranza del voto (Art. 127 quinquies TUF): récompense al socio “stabile” o truccage del socio di controllo?*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1/2015, 86, proprio con riferimento al sistema fiscale italiano, precisa “non riteniamo, invece (e lo notiamo per inciso), che tale disposizione (n.d.r. quella che ha introdotto il voto maggiorato) possa mai determinare un incentivo al trasferimento della sede sociale in Italia, per consentire al socio di riferimento di valersi di un voto maggiorato (c.d. concorrenza tra ordinamenti o *regulatory competition*), analogamente a quanto accaduto in occasione del trasferimento in olanda della sede delle società Fiat e Fiat Industrial: il sistema fiscale italiano, infatti, ci sembra rappresentare un disincentivo ben maggiore dell'eventuale incentivo del voto multiplo”.

<sup>27</sup> Così SALVINI, L., *I regimi fiscali e la concorrenza tra imprese*, intervento al XXVII Convegno di studio su Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati, Cormayeur, 19-20 settembre 2014, che appunto rileva come in Gran Bretagna si riscontri una più favorevole tassazione diretta e per il network di trattati contro le doppie imposizioni. La concorrenza fiscale di ordinamenti peraltro può estrinsecarsi anche mediante pratiche non conformi alla normativa comunitaria sugli aiuti di Stato. L'Unione Europea ha ad esempio sollevato dubbi sul trattamento fiscale riservato dal Lussemburgo, mediante i *tax ruling*, alla Fiat Chrysler Finance Europa S.A. (FCF), controllata di FCA.

nel caso Fiat, anche della Ferrari, altro colosso italiano che ha optato per il trasferimento all'estero e si è recentemente aperto alla quotazione<sup>28</sup>.

Sotto altro profilo, con specifico riferimento al voto maggiorato, è stato poi evidenziato il ruolo determinante dell'esigenza di rimpinguare le casse statali mediante la diluizione delle partecipazioni in alcune imprese chiave senza dover disperdere in misura corrispondente i diritti di voto esercitabili in assemblea<sup>29</sup>.

---

<sup>28</sup> Sul caso Ferrari BRAGANTINI, S., *La Ferrari si quota. Con qualche azione più uguale degli altri*, reperibile su [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info). L'assemblea legislativa della Regione Emilia Romagna, con risoluzione n. 973 del 15 luglio 2015, aveva espresso seria preoccupazione per la scelta del gruppo che in quei giorni stava trapelando sulla stampa nazionale e osservava come le ragioni di tale scelta sembrassero "riconducibili esclusivamente a norme di diritto societario e fiscale particolarmente favorevoli, in particolare la legislazione olandese sul voto multiplo", enfatizzando appunto l'intervento del Governo in materia di voto multiplo attuato col Decreto Competitività e invitando il Governo ad adoperarsi presso le istituzioni europee affinché i Paesi dell'Unione armonizzassero "le loro politiche fiscali al fine di evitare azioni di concorrenza sleale tra le industrie europee, impegnate in uno sforzo eccezionale per mantenere competitività".

<sup>29</sup> In proposito ANGELICI, C., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2015, 214 ha precisato: "dichiarato è infatti, specie per quanto riguarda l'introduzione della possibilità di maggiorazione del voto, l'obiettivo di contribuire alle finanze statali: un obiettivo che del resto è stato costantemente presente fin dall'inizio del processo di privatizzazione delle società pubbliche (forse anche perciò non sempre coerente nelle sue implicazioni strategiche). Si è pensato infatti che di tale possibilità la proprietà azionaria pubblica, poiché quasi per definizione di lungo termine e certo non strumento di un'attività speculativa di trading, può naturalmente avvalersi, consentendo in tal modo l'alienazione di ulteriori *tranches* di partecipazioni e così fare cassa senza ridurre la situazione di potere nella società ... Osserverei soltanto, in via del tutto incidentale, che forse non è del tutto sicuro che lo strumento del voto maggiorato sia realmente in grado di contribuire come si vorrebbe alle finanze pubbliche [...] Mi pare cioè che, se si riconosce al

Tuttavia tale obiettivo non è ad oggi stato perseguito in concreto in quanto nessuna delle grandi società a partecipazione statale, quali ad esempio ENEL o ENI, ha adottato la maggiorazione del voto né tantomeno ha utilizzato la “finestra agevolata” fino al 31 gennaio 2015, pure prevista dal Decreto, che avrebbe consentito l’introduzione della modifica statutaria con *quorum* agevolato a maggioranza semplice e che sembrava pensata proprio per far fronte a situazioni di questo genere<sup>30</sup>.

---

mercato finanziario un minimo di efficienza, è inevitabile un abbassamento della quotazione delle azioni che si vorrebbero vendere e che per definizione nel momento della vendita (e poi almeno per due anni) attribuiscono un potere di voto con peso inferiore rispetto a quello maggiorato delle azioni conservate dalla sfera pubblica: con la conseguenza, in definitiva, di un minore incasso. Mentre ancora, ragionando dal punto di vista della finanza pubblica, non si può non tenere conto che da tale alienazione deriva in ogni caso una diminuzione dei flussi di cassa positivi che attualmente si hanno con la percezione dei dividendi”. Ancora GIAMPAOLINO, C. F., *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giurisprudenza commerciale*, V, 2015, 779 precisa che “L’introduzione delle azioni a voto maggiorato (fino a due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi) e delle azioni a voto plurimo (fino a tre voti) è stata verosimilmente dettata dalle contingenze. Ci si riferisce, per quanto riguarda la maggiorazione, alle esigenze di finanza pubblica, per poter alienare ulteriori azioni di ENEL e ENI, senza perdere la maggioranza di fatto in assemblea”. Dello stesso avviso, MARCHISIO, E., *La maggiorazione del voto (Art. 127 quinquies TUF): récompense al socio “stabile” o truccage del socio di controllo?*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, I, 2015, 86.

<sup>30</sup> Proprio sull’introduzione del *quorum* agevolato, giudicata da più parti inopportuna, erano state sollevate forti perplessità che avevano indotto investitori istituzionali, associazioni di categoria, imprese di consulenza e giuristi di chiara fama a sottoscrivere una “Dichiarazione congiunta sull’introduzione del voto multiplo nelle società quotate italiane” nella quale si invitava il Governo a non procedere all’estensione temporale del *quorum* agevolato. Si legge appunto nella richiamata Dichiarazione “la scelta di introdurre il *quorum* agevolato fu un errore: ad esso è

Le ragioni di questo stato di cose vanno probabilmente ricercate nella riluttanza da sempre dimostrata da investitori istituzionali e da *proxy advisor* nei confronti dei meccanismi di *multiple voting*, tramutatasi, con specifico riferimento al caso italiano, in vera e propria diffidenza e avversione anche a causa della previsione del *quorum* agevolato percepito come un vero e proprio *vulnus* ai diritti degli azionisti di minoranza a beneficio delle famiglie imprenditoriali e dello Stato<sup>31</sup>.

## 2. *One share – one vote: quale futuro?*

Il dibattito sul voto multiplo si innesta nel dibattito ben più ampio sulla proporzionalità tra rischio e potere nell'ambito delle società di capitali che assume oggi connotati meno rigidi rispetto al passato, tanto in ambito internazionale quanto in ambiente domestico, soprattutto alla luce dei recenti interventi normativi.

---

possibile rimediare almeno in parte scartando l'ipotesi di prorogare il quorum agevolato. In caso contrario, si darebbe un segnale negativo agli investitori istituzionali, domestici e internazionali e si renderebbe l'Italia meno attraente come destinazione per gli investimenti di capitale di cui il Paese ha bisogno. Come negli altri mercati azionari sviluppati, gli investitori istituzionali devono mantenere il loro potere di veto collettivo su aspetti fondamentali della vita della società. Devono inoltre poter continuare a confidare nelle tutele, da lungo tempo esistenti, che garantiscono pratiche societarie trasparenti e corrette”.

<sup>31</sup> Per questi e più approfonditi rilievi sul tema v. ASSOGESTIONI, *Nota tecnica su voto maggiorato in Italia e all'estero*, consultabile su [www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it). LAMANDINI, M., *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, Intervento al Convegno di studio su Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati, Courmayeur, 19-20 settembre 2014, definisce gli investitori istituzionali “tradizionalmente avversi alle deviazioni dal principio di proporzionalità”.

La correlazione tra potere e rischio è, come noto, legata alla tutela degli interessi di coloro che entrano in contatto con l'impresa e trova emersione nell'art. 2086 c.c., ai sensi del quale “*l'imprenditore è il capo dell'impresa e da lui dipendono gerarchicamente i suoi dipendenti*”. Tale principio deriva da una regola, non scritta ma comunemente riconosciuta, in base alla quale la gestione dell'impresa da parte del soggetto che investe e rischia capitali propri mette al riparo da scelte sub-ottimali in grado di generare esternalità negative per l'intera collettività<sup>32</sup>. Si tratta di un principio valevole, seppur con delle peculiarità, per l'esercizio dell'impresa tanto in forma individuale quanto in forma collettiva.

---

<sup>32</sup> Per GALGANO, F., *Le società in genere Le società di persone*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, CICU, A., MESSINEO, F., MENGONI, L., (già diretto da), SCHLESINGER, P., (continuato da), Milano, Giuffrè, 2007, 102, la correlazione tra rischio e gestione è “il fattore che dà equilibrio all'intero sistema economico”.

Con specifico riferimento alle società di capitali non possono però sottrarsi le note problematiche derivanti dall'esternalizzazione del rischio. I soci infatti, in virtù del beneficio della limitazione della responsabilità di cui godono, subiscono una forte tentazione a trasferire il rischio sugli *stakeholder* attraverso scelte aziendali poco oculate e comportamenti opportunistici meglio noti come *moral hazard*<sup>33</sup>. La disciplina delle società di capitali, proprio nell'ottica di arginare lo *shareholders opportunism*, è quindi caratterizzata da un elevato tasso di imperatività<sup>34</sup>, di cui l'organizzazione corporativa è diretta conseguenza<sup>35</sup>.

---

<sup>33</sup> Così EASTERBROOK, F. H., FISCHER, D. R., *L'economia delle società per azioni: un'analisi strutturale*, Milano, Giuffrè, 1996, sul *moral hazard*: "dato che la responsabilità limitata aumenta la probabilità che vi saranno cespiti insufficienti per soddisfare le pretese dei creditori, gli azionisti di un'impresa raccolgono tutti i frutti delle attività a rischio svolte, ma non ne sopportano interamente i costi. Essi sono in parte sostenuti dai creditori...l'esternalizzazione del rischio impone costi alla collettività ed è perciò indesiderata", seppur limitando il fenomeno ai soli creditori ed involontari. Per GALGANO, F., *La società per azioni Le altre società di capitali Le cooperative*, Bologna, Zanichelli, 1973, 19 l'effetto traslativo è circoscritto invece al bacino in parte più ampio dei creditori "deboli" che non comprende i soli creditori involontari ma anche piccoli dipendenti, fornitori, ecc.

<sup>34</sup> Sul punto FOIS, C., *L'autonomia statutaria e i suoi limiti*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, CIAN, G., (a cura di), Padova, Cedam, 2004, 117; GAMBINO, A., *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2002, 641; GIORDANO, D., *Le limitazioni all'autonomia privata nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2006, 16; MARCHETTI, P., *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Rivista delle società*, I, 2000, 564. Va poi rammentata la teoria del "*nexus of contracts*" in base alla quale l'intervento del legislatore dovrà essere molto più circoscritto e dovrà consistere per lo più in norme dispositive. Sulla *nexus of contracts theory* MARCHETTI, C., *La "nexus of contracts" theory*, Milano, Giuffrè, 2000; GAMBA, C., *Diritto*



Cionondimeno, pure in presenza di una amministrazione “indiretta” della società da parte dei soci mediante una ripartizione di competenze “per uffici”, il principio di proporzionalità tra rischio e gestione è stato tradizionalmente presidiato dalle modalità allocative del diritto di voto e, ancor più a monte, dalla proporzionalità tra conferimento e valore della partecipazione assegnata a ciascun socio<sup>36</sup>.

---

*societario e ruolo del giudice*, Padova, Cedam, 2008. Sul tasso di imperatività dopo la riforma delle società di capitali del 2003 D’ALESSANDRO, F., “*La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata. Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*”, in *Rivista delle società*, I, 2003, 38.

<sup>35</sup> La riforma del 2003 ha inciso sulla portata del principio corporativo consentendo alla s.r.l. di adottare modelli organizzativi mutuati dalle società di persone e alla s.p.a. di scegliere tra tre diversi modelli di amministrazione e controllo tra loro alternativi (tradizionale, dualistico e monistico). Sull’affievolimento del principio corporativo post riforma SCIUTO, M., SPADA, P., *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, COLOMBO, G., E., PORTALE, G., B., Volume 1\*, Torino Utet, 2004, 54.

<sup>36</sup> In verità è stato il Codice del 1942 ad aver consacrato la regola allocativa un’azione - un voto, in quanto il Codice del 1865 lasciava ampio margine all’autonomia statutaria e il Codice del 1882 prevedeva, quale regola di *default*, il voto scalare. Lo stesso Codice del 1942 contemplava in ogni caso delle eccezioni, circoscritte alle sole azioni con voto limitato all’assemblea straordinaria che dovevano però essere dotate di privilegi patrimoniali, con chiara funzione riequilibratrice, analoga a quella dei privilegi connessi alle azioni di risparmio (del tutto prive del voto ed emettibili esclusivamente dalle s.p.a. quotate).

Da qui la centralità dell'organo assembleare<sup>37</sup> quale sede di esercizio del diritto di voto<sup>38</sup> dei soci, ritenuto, almeno nelle impostazioni più risalenti, insopprimibile.

Nell'impostazione classica, quindi, esclusivamente i soci potevano essere titolari di diritti amministrativi in quanto soggetti mossi dagli incentivi "giusti" per "completare" efficacemente il contratto di società, per sua natura "incompleto"<sup>39</sup>, e per effettuare un valido monitoraggio sull'operato degli amministratori.

Da più parti è stata però evidenziata l'opportunità, soprattutto in presenza di prestiti di lunga durata, di attribuire diritti amministrativi anche ai creditori, c.d. *fixed claimants*, al fine di contrastare l'atteggiamento di *shareholders opportunism* legato alla evidenziata problematica della esternalizzazione del rischio<sup>40</sup>.

---

<sup>37</sup> Centralità in verità sempre più ridimensionata, soprattutto a seguito della riforma del 2003, a vantaggio dell'organo amministrativo. Sul punto Così LENER, R., TUCCI, A., (a cura di) *Le società di capitali – L'assemblea nelle società di capitali*, in *Trattato di diritto privato*, BESSONE, M., (diretto da), 2001; MOSCO, G. D., *Le deleghe assembleari nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2000, 84; MOSCO, G. D., *Commenti agli artt. 2380 e 2380 bis c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, Volume II artt. 2380-2448 c.c., NICCOLINI, G., STAGNO D'ALCONTRES, A., (a cura di), Jovene editore, 2004, pp. 579, 588; TUCCI, A., *Gestione dell'impresa sociale e "supervisione" degli azionisti – L'esperienza italiana a confronto con la disciplina delle public companies nordamericane*, Milano, Giuffrè, 2003, 17.

<sup>38</sup> Sul diritto di voto RIVOLTA, G., C., M., *La partecipazione sociale*, Milano, Giuffrè, 1965 e BUONOCORE, V., *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Morano Editore, 1960.

<sup>39</sup> EASTERBROOK, F. H., FISCHER, D. R., *L'economia delle società per azioni: un'analisi strutturale*, Milano, Giuffrè, 1996, 83.

<sup>40</sup> LAMANDINI, M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, Il Mulino, 2001, 126 sostiene infatti che "per quanto nel nostro ordinamento – sulla scorta di una lunga tradizione continentale – non sia nota, né attualmente legittima,

Sotto altro profilo, è stata altresì relativizzata la valenza assoluta della regola *one share-one vote*, non più concepita quale unico criterio possibile e, soprattutto, ottimale di attribuzione del voto tra i soci<sup>41</sup>. Si è in sostanza progressivamente messo in dubbio che il principio

---

l'attribuzione statutaria di diritti di voto nell'assemblea generale o di diritti amministrativi minori a talune classi di creditori e/o obbligazionisti, si debba usare cautela nel ritenere che un simile divieto, in prospettiva regolatoria, corrisponda a un interesse di carattere generale e, al tempo stesso, sia effettivamente suscettibile di segnare una (così netta) linea di demarcazione sul piano della disciplina dei rapporti di agenzia, tra la fattispecie del finanziamento azionario e non azionario". Dopo la riforma del 2003 lo scenario regolatorio potrebbe essere stato direzionato proprio in questa chiave grazie all'introduzione degli strumenti finanziari partecipativi che potrebbero consentire di dare risposta a tali istanze. In questo senso RIMINI, E., *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equity kickers e convenants*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2008, 1065 e TOMBARI, U., *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, I, 2006, 157.

<sup>41</sup> FERRARINI, G., *Un'azione – un voto: un principio europeo?*, in *Rivista delle società*, 1, 2006, 24 illustra uno studio di Grossman e Hart che dimostra come la regola un'azione-un voto risulta spesso ottimale ma non sempre. L'Autore conclude sostenendo che "l'imposizione della regola un'azione-un voto non è giustificata da ragioni di efficienza economica, come confermato dal diritto comparato". Parimenti BURKART, M., LEE, S., *The one share – one vote debate: a theoretical perspective*, Finance Working Paper n. 176/2007, reperibile su [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org), nell'abstract della ricerca ne hanno sintetizzato gli esiti in questi termini "In widely held firms, one share – one vote is in general not optimal. While it ensures an efficient outcome in bidding contests, deviations mitigate the free-rider problem, thereby promoting takeovers. In the presence of a controlling shareholder, one share – one vote promotes value-increasing control transfers and deters value-decreasing control transfers more effectively than any other vote allocation. Moreover, deviations allow a controlling shareholders to reduce her equity stake, thereby exacerbating the conflict of interest between her and the minority shareholders".

un'azione-un voto sia effettivamente imposto dalla “natura delle cose”, quale diretto corollario del principio “rischio-potere”<sup>42</sup>. In più, la stretta applicazione del principio di proporzionalità non è esente da effetti collaterali quali la diffusione di strumenti alternativi di consolidamento del controllo “opachi”, il disincentivo alla quotazione e all’attivismo dell’azionariato<sup>43</sup>. Nel tessuto economico del nostro Paese queste tematiche sono quanto mai attuali vista l’ampia diffusione di realtà societarie di stampo familiare, ancorché quotate, che vedono come “*ultimate ownership*” soggetti appartenenti alla stessa famiglia<sup>44</sup>.

Coerentemente con tali premesse, nel nostro ordinamento il principio di proporzionalità tra rischio e gestione ha subito un vistoso arretramento per mano della riforma delle società di capitali del 2003

---

<sup>42</sup> Si esprime in questi termini SPOLIDORO, M. S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Rivista delle società*, I, 2015, 138 il quale osserva che “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. Mancano indagini empiriche che lo dimostrino e, anche se vi fossero indagini empiriche, esse probabilmente non sarebbero comunque significative. 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 subire una maggiore 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”.

<sup>43</sup> ALVARO, S., CIAVARELLA, A., D’ERAMO, D., LINCiano, N., *La deviazione dal principio “un’azione-un voto” e le azioni a voto multiplo*, *Quaderni giuridici Consob*, n. 5/2014, p. 12.

<sup>44</sup> Come osserva CARLO, E., *Governance e trasparenza del conflitto di interessi nei gruppi aziendali. Il rating sull’entità del rischio del conflitto di interessi dei gruppi quotati*, Aracne editore, Roma, 2007, pg. 67 attraverso la c.d. “cassaforte di famiglia” gli “*ultimate ownership*” detengono il controllo e dirigono una serie di attività.

che ha introdotto, ad esempio, il meccanismo dell'assegnazione non proporzionale delle azioni attraverso il quale un socio potrà essere titolare di una partecipazione azionaria – e quindi dei relativi diritti di voce – non corrispondente alle risorse effettivamente investite nella società, a fronte di un “sacrificio” da parte degli altri soci a presidio dell'effettività del capitale sociale<sup>45</sup>. Sempre nel 2003 è stato massimamente dilatato il principio di atipicità delle categorie azionarie, riconoscendo all'autonomia statutaria la possibilità di comprimere o sopprimere il diritto di voto senza dover necessariamente riconoscere una compensazione a livello patrimoniale<sup>46</sup>. È stata infine consentita

---

<sup>45</sup> Sul meccanismo dell'assegnazione non proporzionale DE ANGELIS, L., *Provocazioni in libertà sull'art. 2346, comma 4, c.c. in tema di azioni non proporzionali ai conferimenti*, in *Contratto e impresa*, I, 2015, 25; FERRO-LUZZI, P., *La diversa assegnazione delle azioni (art. 2346, comma 4°, c.c.)*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, P., PORTALE, G. B., (diretto da), Torino, Utet; RESCIO, G. A., *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, BENAZZO, P., PATRIARCA, S., PRESTI, G., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003; LO IACONO, G., MARCOZ, G., *Assegnazione non proporzionale e sottoscrizione di azioni di s.p.a.*, in *Rivista del notariato*, 2008, 307.

<sup>46</sup> Sulle categorie azionarie post-riforma D'ATTORRE, G., *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2007; NOTARI, M., *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, P., PORTALE, G. B., (diretto da), Torino, Utet, 597; PICONE, F., *Diritti diversi e categorie di azioni*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, I, 2003, 755; GIAMPAOLINO, C. F., *Le azioni speciali*, Milano, Giuffrè, 2004; SFAMENI, P., *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, Giuffrè, 2008; CALVOSA, L., *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2006, 204; TOMBARI, U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Rivista delle società*, V, 2004, 1082; BARCELLONA, E.,

l'emissione di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, dotati non solo di diritti patrimoniali ma anche amministrativi, incluso il diritto di voto su argomenti specificamente indicati e di nomina di un amministratore indipendente o di un componente dell'organo di controllo<sup>47</sup>. Si potrà così giungere a situazioni in cui i sottoscrittori di categorie di azioni a voto limitato o a voto escluso saranno titolari di poteri di gestione meno incisivi rispetto a quelli spettanti ai sottoscrittori di strumenti finanziari – che soci non sono – cui venga invece attribuito il diritto di voto.

---

*Clausole di put & call a prezzo predefinito*, Milano, Giuffrè, 2004; BLANDINI, A., *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, MONTAGNANI, C., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2004.

<sup>47</sup> Sui nuovi strumenti finanziari SALAFIA, *Il conferimento di opere e servizi secondo la riforma societaria*, in *Società*, N.12/2003, 1576; BIANCHI, *Prime osservazioni in tema di capitale e patrimonio nelle società per azioni*, in *Il nuovo diritto societario tra società aperte e società private*, a cura di BENAZZO, PATRIARCA, PRESTI, Milano, Giuffrè, 2003, 79; DE ACUTIS, *Il finanziamento dell'impresa societaria: I principali tratti caratterizzanti e gli "altri strumenti finanziari partecipativi"*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di CIAN, Padova, Cedam, 2004, 257; TOMBARI, U., *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, I, 2006, 149; MIOLA, *Gli strumenti finanziari partecipativi emessi a fronte di apporti*, in *Trattato Colombo-Portale*, 1\*\*\*, Torino, Utet, 2004; MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Ipsoa, 2004; MIGNONE, *Commenti Art. 2346, comma 6°, Art. 2349, comma 2°, Art. 2351, comma 5°*, in *Il nuovo diritto societario, Commento al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 5, d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61 (art. 1), Artt. 2325- 2409 c.c.*, COTTINO, (diretto da), Bologna, Zanichelli; CAVALLO BORGIA, *Della società per azioni*, IV, in *Commentario Scialoja-Branca*, GALGANO (a cura di), Bologna, Zanichelli, 2005; LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle s.p.a. e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, I, 2003, 519; CIAN, *Strumenti finanziari e poteri di voce*, Milano, Giuffrè, 2006; PISANI MASSAMORMILE, A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista delle società*, II, 2003, 1298.

Unico argine ipotizzato dal legislatore del 2003 per evitare una completa dissociazione del potere di direzione dell'impresa dalla sopportazione del rischio è il limite quantitativo di emissione previsto dall'art. 2351 c.c., ai sensi del quale “*il valore delle azioni a voto limitato o escluso, non può complessivamente superare la metà del capitale sociale*”.

Un solo principio però, forse di portata più formale che sostanziale<sup>48</sup>, non era stato travolto dall'ondata della riforma: il divieto di emissione di azioni a voto plurimo che, tradotto in termini di sistema, equivaleva a disconoscere che un socio potesse essere titolare di un “pluspotere” rispetto a quanto investito<sup>49</sup>.

La strada del declino della correlazione rischio/potere è stata però ulteriormente battuta e nel 2014, come anticipato, è venuto meno anche il divieto di emissione di azioni a voto plurimo ed è stato introdotto il meccanismo della maggiorazione del voto nelle quotate. Si è parlato quindi di “definitivo tramonto” del principio *one share-one vote*<sup>50</sup>, essendone oggi consentita la deroga non solo “*in minus*” ma anche “*in maius*”<sup>51</sup>.

---

<sup>48</sup> ROSSI, G., STABILINI, A., *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Rivista delle società*, I, 2003, 32 evidenziavano come l'assegnazione non proporzionale delle azioni consentisse “di raggiungere, sotto molti profili, il risultato del voto plurimo”.

<sup>49</sup> CALVOSA, L., *La partecipazione eccedente*, Milano, Giuffrè, 2000, 170.

<sup>50</sup> Si esprime in questi termini SAGLIOCCA, M., *Il definitivo tramonto del principio “un'azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Rivista del notariato*, 5, 2014, 921.

<sup>51</sup> Così BIONE, M., *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2011, 663 ripreso da SAGLIOCCA, M., *Il definitivo tramonto del principio “un'azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Rivista del notariato*, 5, 2014, 921. TOMBARI, U., *Le azioni a voto plurimo*, in *Governo societario, azioni a voto multipli e maggiorazione del voto*, Torino,

Tale principio, che nelle società chiuse ha subito un consistente eradicamento, può forse ritenersi per certi versi sopravvissuto, seppur affievolito, nelle società quotate, laddove il legislatore ha inteso mantenere immutata la disciplina delle azioni di risparmio che, a fronte della negazione del voto, continua a richiedere il riconoscimento di un privilegio patrimoniale<sup>52</sup> e ha attenuato il “pluspotere” attribuibile ai

---

Giappichelli, 2016, 15 evidenzia come “nel diritto azionario vigente [...] l’autonomia statutaria è libera di graduare, sia verso il basso che verso l’alto, il diritto di voto secondo le esigenze del caso concreto e nel rispetto di un solo limite “generale” espresso: il valore delle azioni a voto limitato non può complessivamente superare la metà del capitale sociale”, precisando a p. 27 che “il rapporto di “proporzionalità” tra “potere di gestione” e “rischio di impresa” imposto dall’ordinamento si riduce allora ulteriormente rispetto allo scenario, già nuovo, delineato con la riforma del 2003 e può dirsi, nella sostanza, definitivamente tramontato. In una prospettiva più generale, l’abrogazione della disposizione di carattere imperativo sul divieto di azioni a voto plurimo segna – in una società con azioni non quotate – un’ulteriore tappa nel processo storico di espansione dell’autonomia privata (e normalmente del contratto di società) nella disciplina della struttura finanziaria e del governo dell’impresa azionaria”. Sulla natura “meramente suppletiva” che ha ormai assunto la regola della proporzionalità tra rischio e gestione NOTARI, M., *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un “canone fondamentale” o una regola suppletiva?*, in *Analisi Giuridica dell’Economia*, II, 2016, 379.

<sup>52</sup> Sulla maggiore rigidità del principio nelle società quotate TOMBARI, U., *Azioni di risparmio e tutela dell’investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Rivista delle società*, II, 2002; SANTOSUOSSO, V., *La riforma del diritto societario*, in *Le nuove leggi civili, Prima interpretazione*, Milano, Giuffrè, 2003, 111. Su posizioni di maggiore apertura invece BLANDINI, A., *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, MONTAGNANI, C., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2004; MAUGERI, M., *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra t.u.f. e nuovo diritto societario*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2004, 1297.



soci vietando, almeno in parte, il voto plurimo<sup>53</sup> e legittimandone, come si avrà modo di approfondire nel prosieguo della trattazione, esclusivamente la maggiorazione in presenza di determinati presupposti con una modalità che determina “*un’alterazione occasionale e transeunte, come tale inidonea a dar vita a quel controllo stabile e non condizionato da eventi esterni che può ottenersi soltanto attraverso l’emissione di una categoria speciale di azioni*”<sup>54</sup>. A latere di tali considerazioni, non va poi sottaciuto che in fase di OPA, in caso di adozione della regola di *breakthrough* da parte degli statuti, ogni deviazione dal principio *one share-one vote* viene neutralizzata con “*un impatto simile ad un totale divieto. Infatti, gli azionisti di controllo preferiranno quelle strutture che non sono a rischio di breakthrough in caso di o.p.a., come i gruppi piramidali e gli incroci azionari*”<sup>55</sup>.

### **3. Multiple voting rights e funzione economica**

Il voto multiplo e, in generale, i meccanismi di dissociazione rischio/potere vanno esaminati – oltre che da un punto di vista giuridico-sistematico e quindi in termini di incidenza sui principi cardine della disciplina delle società di capitali – anche in chiave

---

<sup>53</sup> Come si avrà modo di approfondire nel prosieguo della trattazione l’art. 127-sexies del D.lgs. 58/98, pur vietando l’emissione di azioni a voto plurimo da parte delle società quotate, ne consente il mantenimento qualora dette azioni siano state emesse anteriormente alla quotazione.

<sup>54</sup> Così BIONE, M., *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giurisprudenza commerciale*, II, 2015, 269.

<sup>55</sup> La considerazione è di FERRARINI, G., *Un’azione – un voto: un principio europeo?*, in *Rivista delle società*, 1, 2006, 24 che offre una rilettura in chiave critica e comparatistica della regola di *breakthrough*.

empirica, avendo riguardo alla funzione economica loro tramite perseguita.

Le azioni emesse da una società, come noto, conferiscono a chi le possiede due differenti tipologie di diritti: diritti di natura patrimoniale (c.d. *cash flow rights*) e diritti di natura amministrativo-gestionale (c.d. *control rights*).

Sono tuttavia sempre più frequenti i casi di *disproportional ownership*, ovvero casi di sproporzione tra l'investimento effettuato in società e l'influenza esercitabile dal socio. Si verifica in tal modo una separazione tra *cash flow rights* e *control rights*, grazie alla quale un singolo azionista, pur non detenendo la maggioranza dei *cash flow rights*, è in grado di esercitare in assemblea la maggioranza dei diritti di voto, detenendo e consolidando il controllo della società.

I meccanismi attraverso i quali è consentita la massimizzazione del controllo degli azionisti sulla società, pur a fronte di un impiego di risorse non proporzionale all'influenza esercitabile, sono tradizionalmente definiti "*Control Enhancing Mechanisms*", meglio noti con l'acronimo di CEMs<sup>56</sup>. Si tratta sostanzialmente dell'insieme di tutti quegli istituti giuridici che consente di deviare dal principio un'azione-un voto e, più in generale, dalla stretta proporzionalità tra risorse investite e potere esercitabile, comunemente utilizzati per favorire "*la permanenza del controllo societario là dove esso si trova*"<sup>57</sup>.

---

<sup>56</sup> Nel *Report on the Proportionality Principle in the European Union* del 2007 i CEMs sono definiti come "situations creating a discrepancy in the relation between financial ownership and voting power with the result that a shareholder can increase his control without holding a proportional stake of equity".

<sup>57</sup> Si esprime in questi termini SPOLIDORO, M. S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Rivista delle società*, I, 2015, 140, il quale a p. 163 conclude osservando che "i CEMs rafforzano i soci di controllo, nell'interesse dei soci di controllo, non del pubblico

Nell'ambito dei CEMs vengono ricondotte le fattispecie più variegata che possono avere incidenza sulle modalità allocative del controllo, devianti rispetto alla rigida proporzionalità tra rischio e potere. Tuttavia si è soliti suddividere i CEMs in tre macro categorie: i “*mechanism allowing blockholders to enhance control by leveraging voting power*”, i “*mechanism used to lock-in control*” e “*other mechanism*”<sup>58</sup>.

Nessun Paese dell'Unione Europea risulta abbia adottato un sistema regolatorio interamente basato sul principio *one share – one vote* (cd OSOV) né può dirsi che qualche Paese se ne sia del tutto

---

benessere, della crescita e del radicamento nazionale delle imprese, specie se, come avviene in Europa, le nazionalità sono molte, ma la cittadinanza è sempre più (o sempre più dovrebbe essere) unitaria”. In generale sui CEMs SAGGESE, S., *La separazione fra proprietà e controllo, Profili aziendali e di governance*, Padova, Cedam, 2013; BIANCHI, M., BIANCO, M., ENRIQUES L., *Pyramidal groups and the separation between ownership and control in Italy*, in AA.VV., *The control on corporate Europe*, Oxford University Press, Oxford, 2001; BIANCO M., CASAVOLA P., *Italian corporate governance: effects on financial structure and firm performance*, *European Economic Review*, 1999, 43.

<sup>58</sup> La categorizzazione è ripresa dal *Report on the Proportionality Principle in the European Union* del 2007. Nell'ambito della prima categoria sono ricondotte le seguenti fattispecie: *multiple voting rights shares* (sia azioni a voto plurimo sia le ipotesi di *vote double* di fedeltà alla francese), *non-voting shares (without preference)*, *non-voting preferences shares*, *pyramid structures*; nell'ambito della seconda *priority shares*, *depository certificates*, *voting rights ceilings*, *ownership ceilings*, *supermajority provisions*. La terza categoria, di carattere residuale, ricomprende invece meccanismi tra loro disomogenei (*partnerships limited by shares*, *golden shares*, *cross-shareholdings*, *shareholders agreements*) tant'è che al riguardo SPOLIDORO, M. S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Rivista delle società*, I, 2015, 140 parla di “*classe-ripostiglio*”. I CEMs appartenenti al primo gruppo sono accomunati dalla circostanza che il consolidamento del controllo si realizza facendo leva sul diritto di voto.

discostato in virtù dell'applicazione di un principio estremo di auto-regolamentazione (cd IRSO)<sup>59</sup>. Peraltro la circostanza che un determinato CEM sia regolamentato – e pertanto consentito – da un ordinamento non necessariamente equivale alla sua concreta diffusione, in quanto, in termini di effettività, la prassi e le aspettative del mercato giocano un ruolo fondamentale.

In verità la maggior parte degli investitori diversi dai soci di controllo che ne beneficiano è portata a percepire i CEMs in maniera negativa. Tuttavia alcuni sono percepiti in maniera più negativa di altri e, nello specifico, ad essere percepiti in modo maggiormente negativo sono proprio quei meccanismi che incidono sul diritto di voto, i quali hanno altresì un effetto negativo sul prezzo delle azioni<sup>60</sup>.

Il voto multiplo, pur rientrando a pieno titolo nell'ambito dei CEMs, si atteggia però diversamente, quanto a funzioni ed effetti, a seconda che si tratti di un vero e proprio diritto amministrativo diverso connesso ad una categoria azionaria (voto plurimo) o di modalità allocativa del voto, a fronte di determinati presupposti, valevole per tutti i titoli azionari della società (voto maggiorato)<sup>61</sup>.

---

<sup>59</sup> i.e. *Inherent Right to Selg Organisation*. Per questi rilievi *Report on the Proportionality Principle in the European Union* del 2007, 5.

<sup>60</sup> Sul punto v. sempre il *Report on the Proportionality Principle in the European Union* del 2007, 6. L'80% degli investitori si aspetta uno sconto, tra il 10% e il 30%, sulle azioni di società con CEMs. LAMANDINI, M., *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, Intervento al Convegno di studio su Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati, Courmayeur, 19-20 settembre 2014 sostiene appunto che “sembra esservi consenso circa il fatto che gli investitori acquistino a sconto azioni in società con *dual class shares* indipendentemente dal verificarsi o meno di estrazioni di benefici privati del controllo”.

<sup>61</sup> Sulla differenza di funzioni ed effetti in termini economici tra voto maggiorato e voto plurimo si tornerà più diffusamente infra § 3.1.

In generale può comunque dirsi che i voti multipli “*consentono l’ulteriore infeudamento del capitalismo familiare (e così la sclerotizzazione degli assetti proprietari)*”, incrementano i rischi di estrazione dei benefici privati del controllo e diminuiscono il ruolo delle società contendibili<sup>62</sup>. Si tratta quindi di un tipico meccanismo che, al pari dell’emissione di azioni senza voto, favorisce l’amplificazione della separazione tra proprietà e controllo, consentendo di detenere la maggioranza dei diritti di voto in assemblea pur a fronte di un investimento non proporzionale nel capitale.

Un risultato analogo può essere ottenuto mediante il meccanismo del *leverage* multiplo tipico dei gruppi piramidali<sup>63</sup>, caratterizzati dal fenomeno del controllo a cascata che si sviluppa in senso verticale mediante partecipazioni non totalitarie<sup>64</sup>. I gruppi piramidali, infatti, permettono al socio di controllo di accedere all’effetto moltiplicatore derivante dalla combinazione della leva azionaria e della leva finanziaria dell’indebitamento delle controllate. La leva azionaria è infatti il risultato del rapporto tra la frazione di capitale sociale detenuta dalla capogruppo rispetto alle società

---

<sup>62</sup> L’analisi e la citazione sono di LAMANDINI, M., *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, Intervento al Convegno di studio su Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati, Courmayeur, 19-20 settembre 2014.

<sup>63</sup> In argomento v. SAGGESE, S., *La separazione tra proprietà e controllo, Profili aziendali e di governance*, Padova, Cedam, 2013.

<sup>64</sup> Sulla fenomenologia dei gruppi in questa chiave CECCHI, M., *Struttura dei gruppi, leva azionaria e cash-flow right*, in *Analisi Finanziaria*, 55/2004; CORONELLA, S., *Le motivazioni che spingono alla creazione dei gruppi aziendali: alcune riflessioni*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, 3-4/2009, 109; ENRIQUES, L., *Gruppi piramidali, operazioni intragruppo e tutela degli azionisti esterni: appunti per un’analisi economica*, in *Giurisprudenza commerciale*, V, 1997, 24.

controllate che si trovano alla base della piramide e il possesso integrato. Questo indice – da cui sostanzialmente si ricava il capitale controllato per unità di capitale investito – misura quindi quante volte si moltiplica il possesso integrato della capogruppo all'interno della catena delle partecipazioni azionarie. Ovviamente la leva azionaria cresce man mano che la catena si allunga, snodandosi fino alla base piramidale<sup>65</sup>. Al contrario la leva finanziaria è la possibilità che una società ha di investire un capitale superiore a quello proprio, potendo così beneficiare di un rendimento che, potenzialmente, sarà maggiore rispetto a quello derivante dall'investimento del solo capitale proprio. Questo significa, però, che il rischio aumenta in maniera proporzionale all'utilizzo di capitale "altrui".

Da un'analisi empirica dei gruppi quotati italiani, come è noto largamente diffusi, è emerso che, a fronte di un investimento da parte della maggioranza pari a 1 euro, la leva sul capitale delle minoranze è pari solo a 0,20; al contrario, partendo dal medesimo investimento, il gruppo è in grado di raccogliere 2,50 euro a titolo di indebitamento<sup>66</sup>.

---

<sup>65</sup> La leva azionaria si configura, dunque, come il rapporto tra il ROE della capogruppo ed il ROE delle società sottostanti (a cui partecipa tramite investimento azionario) ed esprime, in termini percentuali, la capacità della capogruppo di poter usufruire a suo vantaggio del capitale delle controllate. Senza pretese di esaustività, in finanza aziendale il ROE è un indice di redditività del capitale proprio. Esprime, in massima sintesi, i risultati economici dell'azienda e si calcola secondo la seguente formula:  $ROE = (\text{Reddito netto di esercizio}/\text{mezzi propri}) \times 100$ . Ci sono altre formule alternative per il calcolo del ROE che dipendono anche da indici di bilancio come IGNC (ossia l'Incidenza della Gestione Non Caratteristica) oppure dal ROI (*Return On Investment*) o, ancora dal ROA (*Return On Assets*).

<sup>66</sup> L'analisi da cui sono tratti i dati riportati è stata condotta nel 2014 da CECCHI M., *Struttura proprietaria e struttura finanziaria nei gruppi quotati italiani*, in *L'industria*, 2/2014, 267. L'Autore che ha appunto ha concluso con l'escludere "che in Italia vi sia un utilizzo dei gruppi finalizzato ad una sistematica strategia di raccolta

Come è evidente, quantomeno con riferimento al mercato italiano, la leva finanziaria ha un'incidenza di gran lunga maggiore rispetto alla leva azionaria che risulta, in concreto, poco influente.

Ne deriva che – se in astratto gruppi piramidali e *dual class shares*, intese tanto come azioni a voto multiplo quanto come azioni senza voto, sono in grado di assicurare lo stesso risultato in termini di dissociazione – nei fatti i due fenomeni non sono del tutto sovrapponibili. Nel nostro Paese quindi, nonostante la recente introduzione del voto multiplo che va ad affiancarsi alle azioni a voto limitato o escluso già previste, i gruppi continueranno verosimilmente ad essere privilegiati, ancorché meno desiderabili soprattutto in termini di trasparenza rispetto ai meccanismi che incidono sui diritti di voto, per loro natura meno “opachi”.

#### **4. Il voto multiplo: esperienze a confronto**

##### **4.1 La *dual-class structure* negli Stati Uniti**

###### **L'esperienza statunitense e la *dual class structure***

Negli Stati Uniti, come noto, trattandosi di aggregato federale, il diritto societario è caratterizzato da una regolamentazione su tre

---

di risorse finanziarie da vaste e frazionate minoranze [...] da un lato, infatti, il basso ricorso alla leva azionaria e l'alta remunerazione delle minoranze indicano che le strutture di gruppo non vengono utilizzate per ottenere capitali da ampie minoranze sotto-remunerate; dall'altro, la rilevante leva finanziaria suggerisce che il gruppo venga invece impiegato per costruire architetture più efficienti, sotto il profilo della gestione dell'indebitamento e del relativo rischio, rispetto a quello che si avrebbe nel caso di soggetti giuridici unici”.

livelli. Pertanto la disciplina applicabile alle società è il frutto di una combinazione tra la normativa statale<sup>67</sup>, quella federale<sup>68</sup> e le regole del mercato in cui titoli vengono negoziati<sup>69</sup>.

Risale al 1975 la creazione di un sistema di regole (*national market system*) che attribuisce alla *Securities and Exchange Commission (SEC)* una vasta serie di poteri regolamentari in materia di mercati borsistici, il più importante dei quali inerente ai c.d. *listing standard* ovvero all'insieme delle prescrizioni cui le società già quotate, o quotande, devono attenersi per mantenere, in un caso, e ottenere, nell'altro, la quotazione<sup>70</sup>.

La dottrina statunitense è concorde nel ritenere che i *listing standard* si focalizzino soprattutto sui due profili: *i*) la solidità

---

<sup>67</sup> La quale non dovrà necessariamente coincidere con quella dello Stato di costituzione. Una società infatti ben potrebbe costituirsi in uno Stato e operare in un altro, assoggettandosi quindi alle regole del primo e non del secondo. Tutto ciò con un limite: quando la società pone in essere tali scelte per seguire finalità elusive o che siano raggiunte in frode ai creditori, creando loro un pregiudizio, verrà meno questo artificio e si farà riferimento alle regole dello Stato che presenta il collegamento più stretto con la società (ad esempio, lo Stato in cui è stata stabilita la sede sociale) al fine di garantire maggiormente i terzi.

<sup>68</sup> Contenuta nel *Securities Act* del 1933 *Securities and Exchange Act* del 1934 e nelle relative disposizioni attuative.

<sup>69</sup> Negli Stati Uniti ne esistono tre, *i.e.* Il Nyse, il Nasdaq e l'Amex. Il NYSE (New York Stock Exchange) è la più grande borsa valori del mondo in termini di scambi; la capitalizzazione totale delle sue aziende è cinque volte quella del listino tecnologico concorrente. Il NASDAQ, (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*) è la prima borsa elettronica ed è, essenzialmente, l'indice dei principali titoli tecnologici della borsa americana (vi sono quotate società come Microsoft, Cisco Systems, IBM, Apple, Google, Yahoo e Facebook).

<sup>70</sup> VENTORUZZO M., *I listing standard nell'esperienza statunitense*, in *Analisi Giuridica dell'economia*, I/2002, 326



patrimoniale e la redditività dell'emittente e *ii*) la sua organizzazione interna (con preminente riferimento al ruolo degli organi sociali, all'informazione societaria e, soprattutto, ai diritti degli azionisti). Nell'ambito dei *listing standard* era stata individuata, come stella polare, la regola “*One share – one vote*”, dalla quale non era consentito discostarsi.

Eppure, ben prima dell'introduzione dei *listing standard*, alcune società statunitensi avevano iniziato a emettere azioni senza diritto di voto, pur a fronte di un crescente malumore nei confronti di simili meccanismi dissociativi. Per questa ragione nel 1926, per la prima volta, il NYSE non ammise la negoziazione di azioni prive del diritto di voto, pur senza aver previsto un espresso divieto in tal senso. Tale decisione fu, probabilmente, figlia del malcontento che dilagava nei confronti del fenomeno. Qualche anno dopo, il NYSE, sempre per ragioni reputazionali, dichiarò, con maggiore fermezza, di non ammettere alla quotazione le azioni senza diritto di voto.

Decenni più tardi però il Nasdaq iniziò ad aprirsi alle azioni senza voto, mettendo in secondo piano, quantomeno per questo profilo, il NYSE<sup>71</sup>. Per tale ragione, nel tentativo di arginare gli effetti delle concorrenza regolatoria tra mercati, anche la borsa più antica d'America abbandonò la rigida correlazione tra rischio e gestione.

Nella “corsa al migliore”, la SEC intervenne prendendo una posizione netta: il paradigma “*One share – One vote*” andava adottato, senza eccezioni. In questa statuizione si ravvisò però un abuso di potere

---

<sup>71</sup> La General Motors, ad esempio, al momento della quotazione minacciò di revocare la sua posizione all'interno del NYSE per quotarsi sul Nasdaq o l'Amex.

da parte dell'*Authority* e la *Rule 19c-4* fu presto abolita<sup>72</sup>. Tuttavia la *moral suasion* aveva già spiegato, *medio tempore*, i suoi effetti e le borse continuarono a prevedere limitazioni alla quotazione di azioni senza diritto di voto o a voto limitato.

Al contrario, più ampio consenso e diffusione hanno avuto le *super voting stocks* nelle società a *dual class structure*.

La *dual class structure* è caratterizzata da una rigida ripartizione tra classi di azioni: da una parte la classe A rappresentata da azioni ordinarie che non si discosta dal modello “*one share – one vote*” e, dall'altra, la classe B composta da azioni a voto potenziato. Le azioni di classe B sono solitamente distribuite agli azionisti sotto forma di dividendo ma, al momento del trasferimento, il potenziamento del voto viene meno. In tal modo gli azionisti di lungo termine continueranno a mantenere la maggioranza mentre chi cederà la propria partecipazione rinuncerà al privilegio.

In un simile contesto l'aspetto premiale del socio fedele è preminente e l'accesso al potenziamento del voto è automatico, non essendo richiesta alcuna manifestazione di volontà da parte degli azionisti.

Attualmente nelle maggiori *media company* come *Google*, *Facebook* e *Linkedin* i soci di riferimento sono in grado di mantenere il controllo post quotazione proprio grazie ad una struttura *dual class*: i

---

<sup>72</sup> BAINBRIDGE, S. M., The short life and resurrection of SEC Rule 19c-4, in *Washington University Law Quarterly*, Vol. 69, Pp. 565-634, 1991, University of California, Los Angeles (UCLA) - School of Law.

fondatori sono infatti rimasti titolari di azioni di classe B e hanno ceduto al mercato solo azioni di classe A<sup>73</sup>.

Non è così inusuale che le società che adottano tale tipo di struttura prevedano una maggiorazione del voto decuplicata rispetto al valore della azione (secondo il modello “*One share – ten votes*”). Sarà, così, estremamente semplice per il socio di riferimento mantenere il controllo e, al contempo, raccogliere capitali all'esterno.

La famiglia *Ford* grazie alla struttura *dual class* dell'omonima società, controlla il 40% dei voti in assemblea a fronte di una proprietà pari solo al 4% del capitale o ancora in *EchoStar Communications* il fondatore e *CEO*, Charlie Ergen, con il 5% di capitale è titolare del 90% dei diritti di voto.

---

<sup>73</sup> Facebook, ad esempio, quotata nel 2012, è riuscita a mantenere il controllo sul 57% dei voti esercitabili in assemblea nonostante Zuckerberg sia rimasto proprietario solo del 18% del capitale sociale.

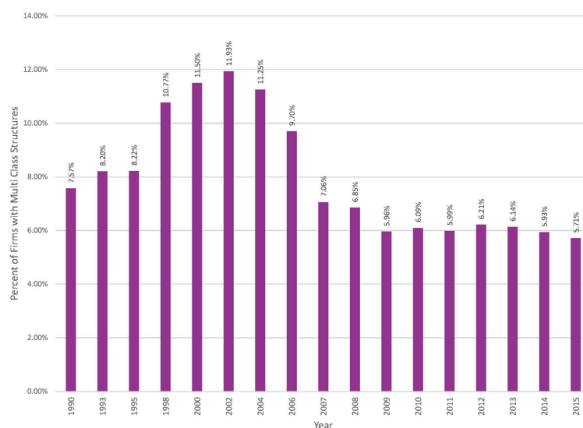
Studi empirici<sup>74</sup> hanno dimostrato che negli Stati Uniti le società sono maggiormente propense ad adottare una struttura *dual-class* al ricorrere delle seguenti condizioni: *i*) quando la reputazione della società è alta (sia perché, magari, la stessa ha ottenuto buone *performance* sia perché è appena “passata di mano” e si prevedono tempi più floridi); *ii*) quando la società opera in settori in espansione; *iii*) quando la società cambia drasticamente caratteristiche (ad esempio adotta nuove tecnologie per la produzione oppure fa ingresso in un nuovo mercato) e sono necessari ulteriori investimenti *long-term*. Gli azionisti di minoranza, dal canto loro, sono incentivati all’acquisto di azioni in società con una *dual class structure* ritenendo che, a fronte del mantenimento del controllo da parte dell’azionista di maggioranza, riceveranno uno “sconto” sul prezzo delle loro azioni proprio come contrappeso dell’altrui controllo<sup>75</sup>.

---

<sup>74</sup> JIAO W., CHEMMANUR, T. J., *Institutional Trading, Information Production, and the SEO Discount: a Model of Seasoned Equity Offerings (March 2007)*. EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>75</sup> Di questo avviso PINTO, G. M. E., in *Why they persist? An analysis of dual class structures and the unification process in the U.S. and Brazil*. *Rev. diritto GV*, 2014, vol.10, n.1, pp.23-52., la quale afferma che “from an alternate approach suggests that dual class companies operate in what she calls dual class “equilibrium”. According to this perspective, minority shareholders take into account the fact that the controlling shareholder enjoys private benefits of control and as a consequence minorities adjust the price they are willing to pay correspondingly. Minority shareholders enjoy a discount in the share value, corresponding to the expected cash flow after the extraction of the private benefits of control”. Il mercato, autoregolandosi, trova questo equilibrio. Volendo azzardare un paragone, il comportamento degli azionisti di minoranza delle società con una dual-class structure sembrerebbero possedere la “psicologia del piccolo azionista” che sembra avere delle affinità con quella degli azionisti di risparmio italiani, i quali si sentono rassicurati dall’idea del privilegio concesso che, la maggior parte delle volte, ha natura più formale che sostanziale.

Come è agevole rilevare dal grafico sottostante<sup>76</sup>, il 5% circa delle società negli Stati Uniti adotta una *dual-class structure*.



## 4.2. Il voto doppio in Francia

### 4.2.1 Le *loyalty shares*

In Francia è da lungo tempo in uso il cd voto doppio (“*vote double*”)<sup>77</sup> che può essere liberamente attribuito dagli statuti ai titolari di azioni nominative e interamente liberate, a fronte di una detenzione minima di almeno due anni<sup>78</sup>.

<sup>76</sup> Il grafico è stato elaborato da JENNER M. H., *Disappearing votes: why investors should steer clear of Snapchat’s dual-class shares*, in reperibile sul sito [www.theconversation.com](http://www.theconversation.com).

<sup>77</sup> Fino al 1933 alle società per azioni era consentita l’emissione di azioni a voto plurimo, poi venuta meno con l’entrata in vigore della Legge del 13 novembre 1933 che ha contestualmente introdotto il meccanismo del voto doppio.

<sup>78</sup> Nell’indice CAC40, al 2014, sei società richiedevano un possesso azionario superiore ai due anni per l’ottenimento del voto doppio: Alcatel-Lucent (3 anni), LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton (3 anni), Michelin (4 anni), Pernod-Ricard SA (10 anni), Peugeot SA (4 anni), Vallourec (4 anni). I dati sono ripresi da ALVARO, S.,

Per poter ottenere il voto doppio sono quindi sostanzialmente richiesti: *i*) la titolarità di azioni nominative da parte del medesimo soggetto per un periodo ininterrotto di almeno due anni, *ii*) l'integrale liberazione delle azioni medesime e, salvo quanto si dirà per le quotate, *iii*) una clausola statutaria in tal senso<sup>79</sup>. In deroga al requisito del necessario possesso continuativo delle azioni per un periodo predeterminato, ne è altresì consentita l'attribuzione immediata in sede di aumento gratuito di capitale in favore di soggetti già beneficiari del diritto di voto doppio.

Quanto alla clausola statutaria relativa al riconoscimento del voto doppio, la dottrina francese ritiene che, in caso di modifica *durante societate* delle condizioni cui ne è subordinata l'attribuzione, gli azionisti che già ne beneficiano, avendo maturato i relativi requisiti al momento della modifica statutaria, hanno diritto a conservarlo. All'assemblea non viene quindi riconosciuto il potere di disporre dei diritti dei singoli azionisti senza che ne venga acquisito in via espressa

---

CIAVARELLA, A., D'ERAMO, D., LINCiano, N., *La deviazione dal principio "un'azione-un voto" e le azioni a voto multiplo*, Quaderni giuridici Consob, n. 5/2014, p. 35.

<sup>79</sup> Ai sensi dell'art. L. 225-123 del Code de commerce "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 d'un ancien actionnaire. 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". In passato era consentito riservare il diritto di voto doppio ai soli azionisti di nazionalità francese o ai cittadini dell'unione europea o, ancora, di uno stato membro firmatario dell'Accordo sullo spazio unico europeo. Questa facoltà è stata soppressa nel 2014.

il consenso<sup>80</sup>. Analogo principio vale per gli azionisti che non abbiano ancora maturato l'anzianità necessaria all'ottenimento della maggioranza: essi continueranno a beneficiare del medesimo regime previsto al momento in cui sono diventati soci e il diverso periodo minimo di detenzione, introdotto in sede di modifica statutaria, sarà applicabile esclusivamente ai nuovi azionisti e, di conseguenza, solo a coloro che avranno acquisito la qualità di socio in vigenza del nuovo statuto.

#### **4.2.2 La *Loi Florange*: *vote double* “legale” vs *vote double* “statutario”**

L'istituto del voto doppio è stato riformato ad opera della Legge 29 marzo 2014, cd *Loi Florange*, la quale ha previsto che nelle società

---

<sup>80</sup> Così in *Code des Sociétés, Annoté & Commenté*, 33 edition, Dalloz, 2017 “En cas de modification en cours de vie sociale des conditions imposées par les statuts pour obtenir le droit de vote double dans les sociétés dont les actions ne sont pas cotées sur un marché réglementé – ou, dans une société cotée, si l'assemblée générale extraordinaire décide d'allonger la période de détention minimale par exemple de deux ans à quatre ans -, les actionnaires ayant déjà accompli le “stage” statutaire et qui ont donc obtenu le droit de vote double, le conservent: l'assemblée ne peut en effet porter atteinte à leurs droits acquis sans leur accord exprès. Quant aux actionnaires n'ayant pas encore accompli la durée ancienne (en l'occurrence de deux ans), ils peuvent continuer à se prévaloir de ce délai ancien pour bénéficier du droit de vote double; toute autre solution porterait atteinte à leurs droits acquis au moment de leur inscription en compte d'actionnaire, c'est-à-dire de leur entrée dans le contrat de sociétés tel qu'il existait à cette date. La nouvelle période est applicable aux seuls actionnaires nouveaux, dont l'inscription en compte est postérieure à la date de la décision de l'assemblée modifiant les statuts”. Conforme *Mémento Francis Lefebvre, Sociétés commerciales*, 2016.

quotate esso si applichi quale regola di *default*, salvo diversa previsione statutaria<sup>81</sup>. Nelle *societes cotées* il voto maggiorato, a partire dal 2014<sup>82</sup>, rappresenta quindi la regola e non più l'eccezione; nelle non quotate, al contrario, la sua attribuibilità continua a essere subordinata all'esistenza di una clausola *ad hoc* negli statuti. È divenuta quindi comune la contrapposizione tra *vote double* "statutario" e *vote double* "legale"<sup>83</sup>. Per di più l'attribuzione del voto doppio "legale" nelle

---

<sup>81</sup> Ai sensi dell'art. L. 225-123 al. 2 del Code de Commerce "Dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, les droits de vote double prévus au premier alinéa sont de droit, sauf clause contraire des statuts adoptée postérieurement à la promulgation de la loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, pour toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au nom d'un actionnaire. Il en est de même pour le droit de vote double conféré dès leur émission aux actions nominatives attribuées gratuitement en application du deuxième alinéa".

<sup>82</sup> O meglio, in termini di effettività e di possibilità di esercizio del voto doppio sulla base della nuova normativa, a decorrere dal 2016, decorsi due anni dall'entrata in vigore della legge.

<sup>83</sup> BARRIÈRE, F., DE REALS, C., *La loi Florange: une loi anti-OPA?*, in *Revue des Sociétés*, Mai 2014, p. 288 parlano di "généralisation du droit de vote double" non senza rilievi critici osservando che "*le principe un homme une voix est relégué en exception au sein des sociétés cotées dans la perspective de récompenser la fidélité des actionnaires de long terme qui seraient moins enclins à céder leurs titres au premier venu, et de limiter l'exposition des sociétés aux impératifs de court terme que lui dictent les marchés financiers. Au risque de favoriser l'actionnaire passif, qui par le seul effet du temps se verra mieux traité que l'investisseur dynamique et nouveau venu*". Si veda anche TORCK, S., *L'attribution automatique du droit de vote double*, in *Droit des Sociétés*, Juillet 2014, n. 7; GAREL, A., *Généralisation des droits de vote double dans les sociétés cotées*, in *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, n. 2/2014, p.81; BASDEVANT, F., *L'instauration d'un droit de vote double légal dans les sociétés cotées (Loi Florange)*, in *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, n. 3/2014, p. 154;



società quotate è automatica non essendo richieste né l'acquisizione del consenso né una manifestazione di volontà da parte dei soci interessati. Tale impostazione, non esente da problemi applicativi, ha determinato la necessità di prevedere una specifica disciplina transitoria per l'esonero da OPA obbligatoria di tutti quegli azionisti che, alla data di entrata in vigore della *Loi Florange*<sup>84</sup> (o meglio decorsi due anni dall'entrata in vigore), superavano la soglia del 30% dei diritti di voto semplicemente per effetto della maggiorazione automatica<sup>85</sup>.

---

LE NABASQUE, H., *L'inversion du droit de vote double dans les sociétés cotées*, in *Revue de Droit Bancaire et Financier*, n. 6/2013.

<sup>84</sup> In generale sulla *Loi Florange* VALUET, J.-P., *Etude 17 (Loi du 29 mars 2014)*, in *Droit de Sociétés*, 2014.

<sup>85</sup> Ai sensi dell'art. 7 della *Loi Florange*, così come modificato dalla *Loi Macron* (L. 6 agosto 2015) "Par dérogation au I de l'article L. 433-3 du code monétaire et financier, le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les conditions dans lesquelles toute personne physique ou morale, actionnaire d'une société dont le siège social est établi en France et dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat membre de l'Union européenne ou d'un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen, agissant seule ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, qui détenait au 2 avril 2014, directement ou indirectement, plus des trois dixièmes du capital ou des droits de vote et qui, par le bénéfice de l'attribution de droits de vote double résultant de l'application du dernier alinéa de l'article L. 225-123 du même code, dans sa rédaction résultant du I du présent article, vient à détenir avant le 31 décembre 2018 plus des trois dixièmes des droits de vote ou qui, en moins de douze mois consécutifs, augmente sa détention en droits de vote, comprise entre les trois dixièmes et la moitié des droits de vote, de plus d'un centième, n'est pas tenue de déposer un projet d'offre publique en vue d'acquérir une quantité déterminée des titres de la société, à la condition que le pourcentage de droits de vote détenus entre le 3 avril 2014 et le 31 décembre 2018 soit continuellement inférieur ou égal au pourcentage de droits de vote détenus au 2 avril 2014". Sul punto v. CARDON, C., *Franchissement de seuil par acquisition de droits de vote double et OPA obligatoire: état des lieux après les lois Florange et Macron*, in *Bulletin Joly Bourse*, n. 10/2015. In generale sull'OPA obbligatoria in Francia LE NABASQUE, H.,

È stato al riguardo sottolineato, sin dai primi commenti, come della generalizzazione del voto doppio nelle società quotate il primo a beneficiare sia stato proprio “l’Etat actionnaire” che dovrà esser grato all’altra faccia di sé, “l’Etat régulateur”, dal momento che la norma favorisce la dismissione di partecipazioni senza dover però rinunciare al controllo<sup>86</sup>.

---

in *Commentaire des principales dispositions de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 intéressant le droit des sociétés et le droit financier*, in *Revue des Sociétés*, n. 10/2010, p. 547; BOMPOINT, D., TORCK, S., *Les offres publiques: perte de controle en vue*, in *Bulletin Joly Bourse*, n. 2/2011, p. 138; MARÉCHAL, A., PIETRANCOSTA, A., *Transposition de la directive OPA: des incertitudes entourant le recours à la “clause de réciprocité”*, in *Bulletin Joly Bourse*, n. 6/2005, 797.

<sup>86</sup> Si è espresso in questi termini il noto imprenditore francese Vincent Bolloré in un’intervista pubblicata in data 14 aprile 2015 su [www.challenges.fr](http://www.challenges.fr) dal titolo “*Ce qu’il faut savoir sur la loi Florange*”. BARRIÈRE, F., DE REALS, C., *La loi Florange: une loi anti-OPA?*, in *Revue des Sociétés*, Mai 2014, p. 290 hanno osservato “L’Etat bénéficiera, comme tout actionnaire, des droits de vote double. Ce qui pourrait d’ailleurs permettre à l’Etat de céder une fraction de sa participation dans plusieurs sociétés où il est actionnaire, tout en conservant le meme pourcentage de droits de vote, grace à l’attribution des droits de vote double... Ceci laisse présager des cessions à court terme par l’Etat, qui arguera que son influence à terme demeure untacte, conservant le meme pouvoir grace aux droits de vote double” concludendo che la legge in commento è una “loi de circonstance, permettant à l’Etat de céder une partie de ses participations tout en conservant ses droits de vote au meme niveau, loi paradoxale qui souhaite lutter contre les prises de controle rampantes mais qui ne favorise pas les prises de controle claires en n’incitant pas à initier des offrés publiques, loi souvent ambigue, loi qui nécessitera des mesures d’application, loi dont le portée exacte dépendra de l’interprétation de l’AMF et des juridictions pour plusieurs de ses dispositions, mais loi très en dèca de l’objectif initial”. A due anni esatti dall’entrata in vigore della *Loi Florange* il Governo francese, tramite l’APE (*Agence des Participations de l’Etat*), deteneva il 90,68% dei diritti di voto di EDF a fronte di una partecipazione al capitale pari all’84,94%, il 36,70% dei diritti di voto

Come è evidente, le *loyalty shares* non costituiscono una categoria azionaria nel senso tecnico della locuzione, dal momento che la maggiorazione del voto non inerisce al titolo ma è piuttosto connessa alla persona del socio e alle sue caratteristiche soggettive (possesso continuativo delle azioni per almeno due anni). Coerentemente con questa premessa, il diritto di voto doppio non può essere trasferito unitamente al titolo ma decade qualora le azioni vengano trasformate in azioni al portatore o vengano alienate; fanno eccezione, ai sensi dell'art. L. 225.124 del Code de Commerce, i casi di trasferimento della proprietà azionaria derivanti da successioni *mortis causa*, donazioni *inter vivos* in presenza di determinati presupposti, scioglimento della comunione legale tra coniugi, fusione e scissione<sup>87</sup>.

Del resto, la dottrina francese ha da sempre rimarcato con estrema enfasi la “*spécificité*” del voto doppio e la sua non assimilabilità al voto multiplo<sup>88</sup>, connesso invece a titoli rientranti in

---

di Engie a fronte del 32,76% del capitale, il 26,85% dei diritti di voto di Air France-KLM a fronte del 17,58% del capitale, il 26,05% dei diritti di voto di Renault a fronte del 19,74% del capitale, per approfondimenti DE ROULHAC, B., *L'Etat profitera à plein de ses droits de vote double pour les AG 2016*, disponibile su [www.agefi.fr](http://www.agefi.fr).

<sup>87</sup> Come è evidenziato in *Code des Sociétés, Annoté & Commenté*, 33 edition, Dalloz, 2017, “La loi visant à reconquérir l'économie réelle du 29 mars 2014, en modifiant l'article commenté, a aménagé le régime des dérogations permettant d'échapper à la perte du droit de vote double: ces dérogations sont désormais étendues au cas du droit de vote double acquis automatiquement par la voie légale”.

<sup>88</sup> CHENE, N., *Le droit de vote double en France – Panorama de son utilisation et impact de valorisation des sociétés*, reperibile su [vernimmen.net](http://vernimmen.net) sottolinea come “Il n'existe donc pas, comme en Suède ou au Danemark par exemple, plusieurs classes d'actions ... La spécificité du droit de vote double est de ne pas être attachée à l'action mais bien à la qualité de l'actionnaire ... Enfin, le droit de vote double s'éteint si l'action est revendue”. ALVARO, S., CIAVARELLA, A., D'ERAMO, D., LINCiano, N., *La deviazione dal principio “un'azione-un voto” e le azioni a voto multiplo*, Quaderni

una categoria speciale, in modo da “blindare” il voto doppio dagli effetti della Direttiva 2004/25/CE (cd “Direttiva OPA”) e dalla regola di *breakthrough*. È infatti opinione comune che il diritto di voto doppio, al contrario del voto multiplo, non sia oggetto di neutralizzazione in occasione delle delibere assembleari relative all’adozione di misure difensive a seguito di un’offerta pubblica di acquisto<sup>89</sup>. Tale circostanza

---

giuridici Consob, n. 5/2014, p. 37 concludono infatti che “da un punto di vista strettamente giuridico, le loyalty shares francesi non rappresentano una categoria speciale di azioni, bensì un mero sistema di attribuzione del diritto di voto, che aggiunge alla regola della proporzionalità un’altra regola, ossia quella di attribuzione di un voto doppio alle azioni possedute per un certo periodo di tempo. Il diritto al voto doppio, infatti, viene attribuito a tutti gli azionisti che posseggano azioni ordinarie per più di due anni, tant’è che l’azione perde il voto doppio nel momento stesso in cui essa viene ceduta. Per questa ragione, il diritto è da considerarsi più una caratteristica collegata al titolare che non al titolo stesso”.

<sup>89</sup> LEPETIT, J-F, *Rapport du groupe de travail sur la transposition de la directive concernant les offres publiques d’acquisition*, 27 giugno 2005 cit. in ALVARO, S., CIAVARELLA, A., D’ERAMO, D., LINCIANO, N., *La deviazione dal principio “un’azione-un voto” e le azioni a voto multiplo*, *Quaderni giuridici Consob*, n. 5/2014, nt. 103 p. 37 evidenziò che “Il est important de noter que la suppression des droits de vote “multiple” ne vis eque certaines actions définies par la directive comme des “titres inclus dans une catégorie séparée et distincte et conférant chacun plus d’une voix. Les actions à droit de vote double “à la française” ne constituent pas une telle “catégorie séparée et distincte”: en effet, le droit de vote double récompense, en France, la fidélité de l’actionnaire et toute action ordinaire est susceptible (si les statuts de la société émettrice de l’action le prévoient) de procurer à son détenteur un droit de vote double après au moins deux années de détention ininterrompue. En outre, l’action perd son droit de vote double lorsqu’elle est cédée: ce droit est ainsi une caractéristique attaché au détenteur et non au titre lui-même. Le groupe de travail constate que les actions à droit de vote double “à la française” n’entrent pas dans le champ d’application de l’article 11 dont l’éventuelle transposition serait par conséquent sans incidence sur le mécanisme de fidélisation des actionnaires souhaité par le législateur français”. Né la dottrina più recente ha mutato avviso. Nell’ultima

non è peraltro passata inosservata, soprattutto negli ambienti scandinavi e olandesi, sin dai primi commenti della Direttiva<sup>90</sup>.

---

edizione del *Code des Sociétés, Annoté & Commenté*, 33 edition, Dalloz, 2017 si legge infatti “A notre sens, les actions ayant de vote double, qui acquièrent et perdent cette faculté en fonction des acquisitions et des cessions de tout actionnaire sans discrimination, ne constituent pas une catégorie d’actions. Elles ne doivent donc pas être considérées comme des titres à droit de vote multiple au sens de l’art. 2-1, g/, de la directive européenne n° 2004/25/CE du 21 avr. 2004 sur les OPA, lesquels sont soumis à la règle selon laquelle ces titres ne bénéficient que d’une seule voix à l’assemblée générale d’actionnaires qui arrête les mesures de défense anti-OPA”. Ai sensi dell’art. L. 225-125 al. 1 “Les statuts peuvent limiter le nombre des voix dont chaque actionnaire dispose dans les assemblées, sous la condition que cette limitation soit imposée à toutes les actions, sans distinction catégorie, autres que les actions à dividende prioritaire sans droit de vote”. Tuttavia l’al. 2 del medesimo articolo “Les effets de la limitation mentionnée à l’alinéa précédent, prévue dans les statuts d’une société qui fait l’objet d’une offre publique et dont des actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé, sont suspendus lors de la première assemblée générale qui suit la clôture de l’offre lorsque l’auteur de l’offre, agissant seul ou de concert, vient à détenir une fraction du capital ou des droits de vote de la société visée par l’offre supérieure à une quotité fixée par le règlement général de l’autorité des marchés financiers, au moins égale à celle requise pour modifier les statuts, et dans la limite des trois quarts”.

<sup>90</sup> Sul punto SPOLIDORO, M. S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Rivista delle società*, I, 2015, 159 fa notare come “non sono mancati commentatori (soprattutto del Nord Europa) che hanno fatto notare come sia stata introdotta una poco giustificata discriminazione ai danni delle imprese scandinave e olandesi rispetto alle società francesi. È un paradosso, ma sembra quasi che, con le azioni di fedeltà a voto doppio, il legislatore francese abbia dettato ante litteram norme “in frode alla direttiva” o, ancor meglio, che la direttiva sia stata tagliata sulle esigenze del diritto francese (suscitando la reazione comprensibilmente irritata dei nordici”.

## CAPITOLO II

### IL VOTO MULTIPLO NELLE SOCIETÀ QUOTATE ITALIANE: PROFILI DI DISCIPLINA

SOMMARIO: 1. Le azioni a voto maggiorato. – 1.1 Clausola statutaria e periodo minimo di fedeltà. – 1.2 L'iscrizione nell'apposito elenco. – 1.3 La rinuncia al voto maggiorato – 1.4 La cessione delle azioni: la perdita della maggiorazione e i casi di conservazione. – 1.5 Diritto di recesso: *ratio* dell'esclusione e compatibilità di sistema. – 1.6 Quorum costitutivi e deliberativi. – 2. Il voto plurimo. – 2.1 Le azioni a voto plurimo nel codice civile. – 2.2 Le azioni a voto plurimo nel TUF.

#### 1. Le azioni a voto maggiorato

##### 1.1 Clausola statutaria e periodo minimo di fedeltà

L'art. 127 *quinquies* del TUF, rubricato “*Maggiorazione del voto*”, al 1° comma consente agli statuti la possibilità di disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino a un massimo di due, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi.

Come è evidente, il legislatore italiano, a differenza di quello francese, non ha battuto la via dell'automatismo e ha preferito scommettere sull'autodeterminazione degli statuti. La clausola statutaria attributiva della maggiorazione dovrà quindi farsi carico di prevedere non solo l'*an* della maggiorazione stessa ma anche il *quomodo* attraverso cui essa potrà estrinsecarsi, ben potendo, analogamente al modello francese, richiedere, ad esempio, un periodo

di detenzione delle azioni diverso da quello legale. Il periodo minimo di fedeltà è tuttavia derogabile solo in aumento ma mai in diminuzione, essendo in ogni caso normativamente imposto un periodo minimo di ventiquattro mesi.

Una volta introdotta la modifica statutaria, la nuova modalità allocativa del voto varrà, senza discriminazioni, per tutti i soci e ciascun socio fedele, a prescindere dalla quota di capitale detenuta, potrà accedere alla maggiorazione. È quindi inevitabile che, al pari di ogni meccanismo “democratico”, nel tempo e almeno in linea teorica, la maggiorazione del voto, a differenza di quanto accade con l’attribuzione di diritti “diversi” mediante l’emissione di una categoria azionaria speciale, tenderà a non garantire effetti stabili nella distribuzione del potere esercitabile in assemblea. Che nel caso di specie non si tratti di una categoria speciale di azioni ma semplicemente di una regola di attribuzione del voto diversa da quella di base *one share-one vote* è ricavabile dall’analisi delle modalità di funzionamento del meccanismo stesso. Ciononostante, il legislatore si è premurato di precisare in via espressa al 5° comma dell’art. 127 *quinquies* del TUF che le azioni cui si applica il beneficio previsto dal comma 1 non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell’art. 2348 c.c.

Meccanismi di attribuzione del voto diversi da quello strettamente proporzionale erano del resto già stati introdotti dalla riforma del 2003, seppur all’epoca limitatamente alle società chiuse (poi estesi anche alle società aperte), laddove era stata consentita agli statuti l’attribuibilità del voto scalare o scaglionato. Anche in queste ipotesi la dottrina aveva escluso la configurabilità di categorie

azionarie, trattandosi di modalità allocative del voto che avrebbero dovuto interessare la totalità delle azioni emesse dalla società<sup>91</sup>.

È inoltre possibile, ai sensi del comma 7° dell'art. 127 *quinquies* che, qualora la modifica statutaria autorizzativa della maggioranza venga adottata nel corso di un procedimento di quotazione<sup>92</sup>, la relativa clausola, ai fini del computo del periodo minimo di fedeltà, tenga conto anche del possesso anteriore alla quotazione<sup>93</sup>.

Affinché il *vesting period* richiesto dallo statuto possa utilmente decorrere è necessario che le azioni siano appartenute al medesimo soggetto per l'intero arco temporale. In merito è stato osservato che nelle ipotesi di usufrutto di azioni il presupposto dell'appartenenza continuativa dovrebbe aversi con riguardo al nudo proprietario pur spettando l'esercizio del voto all'usufruttuario, così come in ipotesi di pegno la decadenza dal beneficio da parte del debitore-socio dovrebbe essere scongiurata ancorché il diritto di voto venga attribuito al creditore pignoratizio<sup>94</sup>. In verità l'opinione contraria di chi ritiene che vi sia continuità di appartenenza esclusivamente nella misura in cui venga assicurata la permanenza in capo al titolare della partecipazione

---

<sup>91</sup> Per questi rilievi BLANDINI, A., *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, MONTAGNANI, C., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2004; D'ATTORRE, G., *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2007.

<sup>92</sup> Purchè il procedimento di quotazione non sia risultante da una fusione che coinvolga una società con azioni quotate.

<sup>93</sup> Da tale disposizione GIAMPAOLINO, C. F., *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giurisprudenza commerciale*, V, 2015, 797 trae la corretta indicazione che, al di fuori di questa ipotesi espressamente disciplinata, non è in linea di principio possibile che ai fini della maggioranza gli statuti possano tener conto anche del periodo di titolarità delle azioni antecedente rispetto all'introduzione della clausola.

<sup>94</sup> Sul punto sempre GIAMPAOLINO, C. F., *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giurisprudenza commerciale*, V, 2015, 796.



anche del diritto di voto sembra essere quella maggiormente accreditata. In quest'ottica la continuità sarebbe garantita esclusivamente nei casi in cui il diritto di voto non venisse esercitato dall'usufruttuario o dal creditore pignoratizio. Peraltro sembrano essere andati in questa seconda direzione i primi statuti che hanno introdotto la maggiorazione che fanno leva sul concetto di "diritto reale legittimante"<sup>95</sup>. Del resto anche nel Regolamento Emittenti all'art. 118, 1° comma è specificato, con riferimento ai criteri di calcolo delle partecipazioni rilevanti, che sono considerate partecipazioni le azioni in relazioni alle quali il diritto di voto spetti in qualità di creditore pignoratizio o di usufruttuario.

Ci si è poi interrogati sul significato da attribuire alla locuzione "fino a un massimo di due voti" contenuta nel testo della disposizione e, nello specifico, ci si è chiesti se sia possibile maggiorare il voto di una frazione e non necessariamente di un'intera unità. La risposta all'interrogativo è stata per lo più di segno positivo nel senso che "*il dato letterale consente di ritenere che lo statuto possa anche prevedere una maggiorazione variabile sino al massimo moltiplicatore di due*"<sup>96</sup>.

---

<sup>95</sup> Sul punto MARCHETTI, P., *Osservazioni e materiali sul diritto di voto*, in *Rivista delle società*, 2-3, 2015, 448. ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorati*, in *Rivista del notariato*, II, 2015, 464 osserva che "la finalità della maggiorazione è quella di incentivare e premiare la stabilità della permanenza del socio nella compagine azionaria intesa come posizione complessiva dell'azionista. In questa prospettiva, la titolarità del voto è una vera e propria pertinenza della partecipazione sociale funzionale alla valorizzazione della partecipazione di lungo termine dell'azionista. Sembra dunque ragionevole ritenere che qualsiasi valutazione in merito alla perdita della maggiorazione del voto in conseguenza delle suddette operazioni debba essere condotta alla luce della "pertinenza" del diritto di voto, considerando cioè se il diritto di voto venga mantenuto convenzionalmente a carico del socio".

<sup>96</sup> LA MARCA, E., *Azioni(sti) con voto maggiorato: primi spunti*, in *I battelli del Reno*, 26 novembre 2014, 5. L'A. continua affermando che "lo statuto dovrà in questo caso

Parimenti ammessa sembra essere la riferibilità della maggiorazione solo ad alcune materie oggetto di deliberazione, purché, in tal caso, sia consentito accedervi a tutte le categorie azionarie eventualmente dotate del diritto di voto su quelle specifiche materie<sup>97</sup>.

---

indicare i criteri per l'attribuzione della maggiorazione scaglionata, ed è agevole considerare quello temporale come l'unico criterio coerente con la struttura dell'istituto. Ad esempio, potrà prevedersi una maggiorazione di 1,5 per ogni azione appartenuta al medesimo soggetto per almeno 24 mesi dall'iscrizione nell'elenco; ed una maggiorazione di 2 per ogni azione appartenuta al medesimo soggetto per almeno 36 mesi dalla iscrizione nell'elenco". Dello stesso avviso ABRIANI, N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giustizia Civile.com*, 7/2014, 17 che afferma "gli statuti delle società quotate o in via di quotazione potranno operare liberamente, sia introducendo presupposti ulteriori (ad es. semplicemente dilatando il termine di possesso richiesto), sia precisando la percentuale della maggiorazione (ad es. 1,25 o 1,5 o 2 voti per ogni azione "fedelmente" posseduta)". Conf. MARCHETTI, P., in *Il voto maggiorato nelle società quotate*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, relazione al convegno tenutosi a Milano, 6 novembre 2014. Di opposto avviso BUSANI A., SAGLIOCCA M., in *Le azioni non si contano ma si "pesano": superato il principio one share –one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Le Società*, 2014, 1058, parlando per inciso del limite massimo dei due voti attribuibili a seguito della maggiorazione sono dell'avviso che essendo previsti massimo due voti e non essendo possibile ipotizzare i "decimali di voto" si possa far riferimento, in buona sostanza, solo di duplicazione del voto.

<sup>97</sup> GIAMPAOLINO, C.F., *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giurisprudenza commerciale*, V, 2015, 792 a questo proposito espressamente sottolinea che "lo statuto potrà limitare per es. all'assemblea straordinaria la maggiorazione del voto ma in questo caso risulterà maggiorato sia il voto dell'azione c.d. ordinaria sia il voto dell'azione c.d. privilegiata (o di altra categoria votante in quell'assemblea). Analogamente, in presenza di azioni di più categorie con voto su specifici argomenti ex art. 2351, c.c., se si maggiora il voto dell'azione c.d. ordinaria lo statuto dovrà prevedere la maggiorazione del voto anche delle azioni delle altre categorie di azioni

## 1.2 L'iscrizione nell'apposito elenco

Una volta effettuata la modifica statutaria, il voto maggiorato non è attribuito agli azionisti per il solo mantenimento della titolarità delle azioni per un periodo continuativo di ventiquattro mesi (o per il diverso periodo statutariamente previsto). È infatti necessario che gli azionisti interessati chiedano di essere iscritti in un apposito elenco tenuto dalla società emittente, richiedendo a tal fine una comunicazione all'intermediario che deve a sua volta provvedere a comunicarla all'emittente<sup>98</sup>.

Al contrario di quanto avviene in Francia, è quindi richiesta un'iniziativa da parte del socio interessato e il periodo utile ai fini della

---

“con diritto di voto limitato a particolari argomenti” che rispettino i requisiti di appartenenza. In conclusione, se si specifica la competenza dell'assemblea in relazione alla maggiorazione, si deve attribuire la maggiorazione a tutte le azioni che votano in quell'assemblea, sia che esse appartengano ad una categoria sia che esse siano azioni di più categorie”. Parimenti ABRIANI, N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giustizia Civile.com*, 7/2014, 17 fa riferimento all'eventualità che la maggiorazione sia impostata differenziandola “in relazione a singole materie ovvero riferendola selettivamente ad alcune di esse (ad es. nomina e revoca dell'organo amministrativo)”. Sembra invece ammettere l'attribuibilità della maggiorazione in favore esclusivamente di una o più categorie azionarie MARCHISIO, E., *La “Maggiorazione del voto” (art. 127 quinquies T.U.F.): récompense al socio “stabile” o truccage del socio di controllo*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, I, 2015, 78.

<sup>98</sup> Art. 23 bis Provvedimento congiunto Banca d'Italia-Consob, Regolamento recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione, così come modificato nel mese di febbraio 2015 (11 e 24 febbraio 2015).

maggiorazione inizierà a decorrere esclusivamente a seguito dell'iscrizione.

Ai sensi dell'art. 143 *quater* del Regolamento Emittenti, tale elenco dovrà contenere almeno le seguenti informazioni *i*) i dati identificativi degli azionisti che hanno richiesto l'iscrizione, *ii*) il numero delle azioni per le quali è stata richiesta l'iscrizione con indicazione dei trasferimenti e dei vincoli ad esse relativi, *iii*) la data di iscrizione. Con la finalità di garantire la trasparenza degli assetti proprietari, in un'apposita sezione dell'elenco sono altresì indicati i dati identificativi degli azionisti che hanno conseguito la maggiorazione, il numero delle azioni con diritto di voto maggiorato e la data di conseguimento della maggiorazione.

L'elenco deve essere aggiornato entro il termine statutariamente previsto e comunque nel rispetto di quanto disposto dall'art. 85-bis, comma 4 bis del medesimo Regolamento e, quindi, con cadenza almeno mensile<sup>99</sup>.

Proprio con riferimento alla cadenza, si pone il problema “*della sfasatura tra titolarità del diritto alla maggiorazione e legittimazione al suo esercizio*”<sup>100</sup> che può appunto determinarsi a causa

---

<sup>99</sup> Ai sensi dell'art. 85 bis comma 4 bis del Regolamenti emittenti infatti “nel caso in cui lo statuto preveda la maggiorazione del diritto di voto ai sensi dell'articolo 127-*quinquies*, ovvero l'emissione di azioni con diritto di voto plurimo ai sensi dell'articolo 127-*sexies* del Testo unico, fermo restando quanto previsto dai commi precedenti, l'emittente comunica al pubblico e alla Consob l'ammontare complessivo dei diritti di voto, con indicazione del numero di azioni che compongono il capitale, con le modalità indicate al comma 1, entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese di calendario durante il quale ha accertato un aumento o una diminuzione di tale ammontare, nonché entro il giorno successivo alla data indicata nell'articolo 83-*sexies*, comma 2, del Testo unico”.

<sup>100</sup> Così GUIZZI, G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Il Corriere giuridico*, 2/2015, 162.

dell'aggiornamento solo periodico e non immediato dell'elenco. Nelle società quotate, come noto, la problematica della legittimazione all'esercizio del diritto di voto in assemblea è risolta applicando il principio della *record date*, in base al quale tutte le vicende occorse alla partecipazione successivamente a tale data sono ininfluenti ai fini della legittimazione<sup>101</sup>. Si potrebbe quindi applicare il medesimo principio anche per quel che concerne la maggiorazione, tanto in termini positivi, legati alla sua acquisizione, quanto in termini negativi, connessi alla decadenza e al correlato fenomeno dell'*empty voting*<sup>102</sup>. Il problema

---

<sup>101</sup> CALVOSA, L., *L'intervento e il voto in assemblea dopo l'attuazione della Direttiva sull'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, in *Rivista di diritto societario*, I/2011, 348 evidenzia come la soluzione adottata con la *record date* in base alla quale le cessioni successive alla data di registrazione ma antecedenti all'assemblea e quelle in corso di procedimento non rilevano ai fini della legittimazione all'intervento e al voto "può apparire formalistica, in quanto essa fotografa la compagine sociale ad una data (sette giorni di mercato) precedente all'assemblea; essa tuttavia risponde ad un'esigenza organizzativa e crea certezza relativamente ai soggetti legittimati all'intervento e al voto, scongiurando il rischio che la partecipazione azionaria sia alienata al solo fine di consentire l'intervento e il voto a soggetti interessati ad una certa deliberazione più che alla vita della società (rischio, questo, che in passato aveva indotto le società ad introdurre divieti di alienazione delle azioni a ridosso delle assemblee)". Sulla *record date* BRUNO, S., *La Direttiva 2007/36/CE relativa all' "Esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate" recepita con il d.lgs. 27 gennaio 2010 n. 27*, in *FTSE MIB Evoluzione degli assetti proprietari e attivismo assembleare delle minoranze*, AA.VV., LUISS G. Carli-Georgeson, Roma, 2010, 60; DE LUCA, N., *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e proprietà nascosta di azioni*, in *Rivista di diritto societario*, I/2010, 312.

<sup>102</sup> Sul punto GUIZZI, G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Il Corriere giuridico*, 2/2015, 163 esprime scetticismo osservando "sotto questo profilo mi sembra, infatti, che diversamente da quanto accade con riferimento alla legittimazione a votare per così dire tout court –

però assume rilievo pratico esclusivamente nel caso in cui si ritenga che il diritto alla maggiorazione sorga per il solo decorso dell'arco temporale previsto nello statuto a seguito di iscrizione nell'elenco. Non va tuttavia sottaciuto che è in realtà l'autonomia statutaria a dover individuare *“le modalità per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti”* e che non è escluso che il socio, una volta decorso il periodo minimo di fedeltà, debba compiere un ulteriore atto di impulso per poter in concreto accedere alla maggiorazione<sup>103</sup>. Laddove lo statuto richieda un'attestazione della

---

rispetto alla quale è il legislatore ad escludere espressamente, con l'accoglimento del principio della *record date*, che il difetto di titolarità della partecipazione rientri tra il novero delle eccezioni opponibili da parte della società – nel caso di legittimazione al voto in misura maggiorata il silenzio serbato sul punto dal legislatore può, invece, consentire alla società, una volta acquisita la prova della cessione della partecipazione, e comunque del sopravvenire di fatti estintivi del diritto alla maggiorazione, di impedire al socio di esercitare la legittimazione al voto in tale maggior misura”. Si esprime favorevolmente all'applicazione del principio della *record date* MARCHETTI, P., *Osservazioni e materiali sul diritto di voto*, in *Rivista delle società*, 2-3, 2015, 448.

<sup>103</sup> La stessa CONSOB, *Proposta di modifiche al Regolamento emittenti in materia di voto plurimo Esiti della consultazione*, 23 dicembre 2014 reperibile su [www.consob.it](http://www.consob.it), al riguardo ha laconicamente affermato che “la questione dovrebbe essere affrontata in sede di interpretazione sistematica della norma e, nei limiti in cui sia possibile, nell'esercizio dell'autonomia statutaria riconosciuta dal legislatore” schierandosi in favore del non automatismo della maggiorazione a seguito del decorso del periodo di fedeltà. Si legge infatti nel documento “nel silenzio della legge, si ritiene che le società possano autonomamente regolare il meccanismo della maggiorazione in un senso piuttosto che nell'altro [...] Si ritiene, comunque, più tutelante per gli azionisti interessati subordinare l'attribuzione de diritto di voto maggiorato alla dichiarazione di volontà da parte dell'azionista nei confronti dell'emittente [...] In siffatta evenienza, la possibile rinuncia alla maggiorazione manterrebbe un importante spazio applicativo nei casi di superamento della soglia

legittimazione ai fini del conseguimento della maggiorazione del voto, il socio dovrà richiedere all'ultimo intermediario una seconda comunicazione che, al pari della comunicazione propedeutica all'iscrizione verrà trasmessa all'emittente<sup>104</sup>.

La Consob ha infine chiarito che l'elenco è annesso al libro soci e, in quanto qualificabile alla stregua di una sezione speciale di detto libro, soggiace alla medesima disciplina anche in termini di accessibilità delle informazioni, dovendosi escludere *“anche tenuto conto del dato letterale della norma citata e, appunto, del ricorso al termine elenco già contenuto in altre disposizioni in materia di società [...] che il legislatore abbia inteso introdurre un nuovo libro sociale”*<sup>105</sup>. Le risultanze dell'elenco dovranno quindi essere messe a disposizione dei soci, su loro richiesta, anche su supporto informatico.

---

rilevante per l'obbligo di OPA, consentendo al soggetto interessato la possibilità di rinunciare al maggior diritto di voto in luogo della cessione delle azioni interessate dalla maggiorazione”.

<sup>104</sup> Art. 23 bis 3° comma Provvedimento congiunto Banca d'Italia-Consob.

<sup>105</sup> CONSOB, *Proposta di modifiche al Regolamento emittenti in materia di voto plurimo Esiti della consultazione*, 23 dicembre 2014 reperibile su [www.consob.it](http://www.consob.it). Nel documento si legge anche “al riguardo, si osserva che è indiscutibile che l'elenco previsto dall'articolo 127 – *quinquies* del TUF assolva ad una funzione specifica quale, appunto, quella di identificare gli azionisti che beneficiano della maggiorazione del voto – quindi, l'accertamento del “maggior peso” ad essi attribuito -. Tuttavia, non si ritiene che tale finalità, di per sé considerata, possa essere sufficiente ad affermare che si tratti di un nuovo libro sociale obbligatorio, per le società che hanno introdotto la maggiorazione del diritto di voto nel proprio statuto, per diverse motivazioni. Innanzitutto, l'iscrizione nell'apposito elenco presuppone la necessaria titolarità delle azioni e, quindi, lo status di socio in capo al soggetto interessato. L'effettiva funzione qualificante dell'elenco si coglie sul piano dell'accertamento dell'*ownership duration* e della trasparenza delle iscrizioni, che rappresenta una funzione diversa da quella del libro soci. Sotto questo aspetto, la valenza informativa dell'iscrizione nell'elenco (trattandosi null'altro che di un atto di esercizio di un diritto amministrativo, ossia il

Si tratta, in sostanza, di uno strumento funzionale a dare evidenza dell'*ownership duration* con finalità sia qualificanti l'esercizio del diritto alla maggiorazione sia di trasparenza, nel quale il socio può richiedere l'iscrizione anche limitatamente a parte delle proprie azioni e non per l'intera partecipazione. Si ritengono in ogni caso ammissibili clausole statutarie che accolgano il principio del "tutto o nulla"<sup>106</sup>.

### 1.3 La rinuncia al voto maggiorato

In maniera non del tutto chiara la seconda parte del 1° 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*".

Sembra pertanto rimessa all'autonomia statutaria la possibilità che il socio sia autorizzato a rinunciare alla maggiorazione del proprio voto, una volta maturati i relativi presupposti. Tale impostazione sarebbe, però, quantomeno singolare, posto che ciascun diritto individuale e non di categoria dovrebbe poter essere rinunciabile da parte del suo titolare. Ciò che verosimilmente si è inteso rimettere all'autonomia statutaria è la facoltà di procedere a una rinuncia solo parziale e non per la totalità delle azioni in relazione alle quali era stata

---

diritto, appunto, all'iscrizione nell'elenco) integra semmai il contenuto informativo del libro soci). Sul punto v. anche CONSOB, *Documento di consultazione Proposte di modifica al Regolamento emittenti in materia di voto plurimo*, 5 novembre 2014, reperibile su [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>106</sup> Sul punto MARCHETTI, P., *Osservazioni e materiali sul diritto di voto*, in *Rivista delle società*, 2-3, 2015, 458.



originariamente richiesta l'iscrizione nell'elenco<sup>107</sup>. Alla irrevocabilità della rinuncia consegue poi la necessaria iscrizione *ex novo* nell'elenco laddove il socio intenda riacquisire la maggiorazione<sup>108</sup>.

Oltre che alla maggiorazione già maturata sarà altresì possibile rinunciare all'iscrizione nell'elenco in pendenza del *vesting period*, richiedendo quindi la cancellazione. La rinuncia all'iscrizione, ai sensi del 6° comma dell'art. 23 bis del Provvedimento congiunto Banca d'Italia-Consob, potrà anche essere parziale e, in tal caso, si adotterà il criterio “ultimo entrato, primo uscito” (c.d. criterio “*lifo*”: *last in – first out*) ai fini dell'individuazione delle azioni in relazione alle quali si effettua la rinuncia.

#### **1.4 La cessione delle azioni: la perdita della maggiorazione e i casi di conservazione**

Coerentemente con l'impostazione di fondo, che nega alle azioni a voto maggiorato lo *status* di categoria e fa quindi discendere la maggiorazione da una caratteristica (o meglio da un atteggiamento) del

---

<sup>107</sup> MARCHETTI, P., *Osservazioni e materiali sul diritto di voto*, in *Rivista delle società*, 2-3, 2015, 458 osserva appunto che “verosimilmente, il valore normativo dell'*opt in* sta proprio nella rinunziabilità parziale. Mi pare difficile, infatti, ritenere che senza previsione statutaria la maggiorazione del voto diventi una stigmata benefica potenzialmente (di successione in successione) perpetua [...] Ove non si tratti di categoria non può non trovare spazio la rinuncia individuale, tanto più allorché ciò cui si rinuncia (il voto maggiorato) nasce da un comportamento (la fedeltà) di chi ne è titolare”.

<sup>108</sup> Sulla possibilità di risciversi nell'elenco a seguito di richiesta di cancellazione MARCHETTI, P., *Osservazioni e materiali sul diritto di voto*, in *Rivista delle società*, 2-3, 2015, 459 e LA MARCA, E., *Azioni(sti) con voto maggiorato: primi spunti*, in *I battelli del Reno*, 26 novembre 2014, 7.

titolare e non dell'azione, la cessione, a titolo gratuito o oneroso<sup>109</sup>, determina il venir meno della maggiorazione. Allo stesso effetto conduce la cessione, diretta o indiretta, di partecipazioni di controllo in società o enti che detengano azioni a voto maggiorato in misura superiore alla soglia prevista dall'art. 120, 2° comma del TUF<sup>110</sup>.

È invece di *default* consentita la conservazione della maggiorazione in caso di cessione per causa di morte oppure qualora la

---

<sup>109</sup> ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorati*, in *Rivista del notariato*, II, 2015, 466 con riferimento alle partecipazioni detenute da più fondi comuni di investimento gestite dalla medesima SGR ha evidenziato che “la soluzione adottata dall’ordinamento con riferimento agli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, è che i diritti di voto in capo alle SGR sono calcolati in maniera aggregata. Appare quindi coerente optare per la soluzione dell’aggregazione delle partecipazioni in capo alla SGR: quindi il trasferimento da un portafoglio ad altro gestito dallo stesso soggetto non comporta la perdita della maggiorazione. La modifica, invece, del gestore del fondo, con il trasferimento di un fondo da una SGR a un’altra SGR senza alcun cambiamento nelle partecipazioni di pertinenza del fondo, comporta invece la perdita del beneficio della maggiorazione”.

<sup>110</sup> Cfr. art. 127 *quinquies* 3° comma TUF. Sul punto MARCHISIO, E., *La “Maggiorazione del voto” (art. 127 quinquies T.U.F.): récompense al socio “stabile” o truce del socio di controllo*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, I, 2015, 104 mette in luce come “la disposizione in commento equipara il trasferimento della partecipazione beneficiata dalla maggiorazione del voto al trasferimento della partecipazione di controllo nella società titolare della partecipazione beneficiata dalla maggiorazione medesima [...] L’utilizzo della nozione di controllo anziché quella di eterodirezione sembra ispirata dalla necessità di operare l’equiparazione sopra detta sol che sussista la potenziale influenza sulla società titolare della partecipazione beneficiata, irrilevante essendo, a tal fine, l’esercizio *effettivo* di un potere di ingerenza”.

stessa sia conseguenza della fusione o scissione del titolare delle azioni<sup>111</sup>. Gli statuti possono però contenere una diversa previsione.

Allo stesso tempo, e sempre salva diversa previsione statutaria, il diritto di voto maggiorato si estende alle azioni di nuova emissione in caso di aumento gratuito di capitale ai sensi dell'art. 2442 c.c. Regime opposto vige invece per l'aumento di capitale a pagamento che, in mancanza di espressa previsione statutaria, non sarà interessato dalla maggiorazione. Nel primo caso, quindi, il regime legale è l'estensione automatica della maggiorazione alle azioni emesse a seguito dell'aumento di capitale; nel secondo, invece, a fronte dell'inglobamento di nuove risorse è stata adottata la regola inversa, dovendosi in linea di principio attendere il decorso del periodo minimo

---

<sup>111</sup> ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorati*, in *Rivista del notariato*, II, 2015, 464 osserva che “si tratta in entrambe i casi di fattispecie di trasferimento delle azioni caratterizzate però da una continuità sostanziale tra il cedente e il cessionario. Nel primo caso la continuità deriva dal principio volto ad assicurare la continuità nei rapporti patrimoniali facenti capo al defunto; nel secondo caso deriva dalla natura sostanzialmente (ri)organizzativa dell'operazione. Ci si deve chiedere se questa valutazione sostanziale possa condurre a estendere il principio di conservazione del diritto anche a casi non ricompresi nella lettera della norma. Per quanto riguarda i negozi con finalità di trasmissione patrimoniale nell'ambito familiare, premesso che la successione *mortis causa* comprende per sua natura tanto l'acquisizione in qualità di erede quanto quella in qualità di legatario, il problema riguarda i trasferimenti effettuati in forza di un patto di famiglia o a favore di un ente, come ad esempio un trust, i cui beneficiari siano il trasferente e i suoi eredi. Tali negozi, nel caso in cui assumono come beneficiari coloro che rientrano negli eredi legittimari, sono assimilabili in termini di effetti alla figura della successione *mortis causa* e quindi non dovrebbero comportare la perdita della maggiorazione”. Alcuni statuti hanno infatti previsto la conservazione della maggiorazione in siffatta ipotesi.

di fedeltà statutariamente previsto anche per le nuove risorse investite<sup>112</sup>.

---

<sup>112</sup> Come chiarito da GUIZZI, G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Il Corriere giuridico*, 2/2015, 158 “nel primo caso la norma di default è, infatti, nel senso che il beneficio della maggiorazione che sia stato maturato o sia comunque in corso di maturazione alla data dell’aumento, si estende automaticamente (ovvero, se ancora di maturazione, al perfezionarsi del relativo presupposto) alle azioni di nuova emissione senza che occorra, mi sembra, nemmeno una richiesta del socio; una soluzione, questa, che pienamente si giustifica non solo sulla premessa che negli aumenti gratuiti in realtà l’emissione di nuove azioni è un fatto meramente contingente – niente impedirebbe di realizzare il medesimo risultato con il mero aumento del valore nominale delle azioni già in circolazione - , sicché la scelta di provvedervi con la loro attribuzione deve risultare neutrale e non deve alterare l’equilibrio di poteri preesistente (e che resterebbe, del resto, inalterato ove si procedesse all’aumento avvalendosi della tecnica alternativa), ma anche perché, a ben vedere, i valori utilizzati a copertura dell’aumento sono già di pertinenza dei soci e soprattutto, trattandosi di somme rinvenienti da riserve formate da utili accantonati negli esercizi pregressi, già durevolmente investiti in società. Nel caso dell’aumento a pagamento, invece, proprio perché si tratta di azioni emesse a fronte di nuovi investimenti, la regola non può essere altra, almeno in via di principio (e restando comunque salva la possibilità di una diversa scelta dello statuto), che quella opposta; ossia la regola che esige che ai fini del riconoscimento della maggiorazione del voto rispetto alle azioni liberate con nuovi conferimenti l’investimento venga tenuto fermo per il tempo minimo stabilito dalla legge, ovvero per il maggior termine previsto dallo statuto”. Ritiene MARCHISIO, E., *La “Maggiorazione del voto” (art. 127 quinquies T.U.F.): récompense al socio “stabile” o truccage del socio di controllo*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, I, 2015, 102, con riferimento al mantenimento della maggiorazione in caso di aumento del capitale sociale, che “tale maggiorazione possa spingersi solo fino al limite rappresentato dalla sottoscrizione di nuove azioni in misura tale da consentire al socio il mantenimento della precedente quota complessiva di partecipazione sociale; in altri termini: solo alle azioni rinvenienti dall’esercizio del diritto di opzione a lui spettante ex art. 2441, comma 1°, c.c. Non ci sembrerebbe, invece, compatibile con la disposizione in commento una maggiorazione del voto anche in relazione alle partecipazioni rinvenienti, ad esempio, dall’acquisto degli

In conclusione non si può evitare di rilevare che, pur riscontrandosi – quantomeno in termini di scelte dispositive – delle direttrici lungo le quali si muovono le scelte del legislatore in ordine ai casi di trasferimento della partecipazione che non determinano discontinuità soggettiva, l'ultima parola è in ogni caso rimessa agli statuti.

Da ultimo, ai sensi del 4° comma dell'art. 127 *quinquies* del TUF, “*il progetto di fusione o di scissione di una società il cui statuto prevede la maggiorazione del voto può prevedere che il diritto di voto maggiorato spetti anche alle azioni spettanti in cambio di quelle a cui è attribuito il voto maggiorato*”. Anche in questo caso, trattandosi di ipotesi di concambio non derivante da nuovo investimento ma dal riassetto di un investimento preesistente, il mantenimento di *default* della maggiorazione, salvo diversa previsione statutaria, sarebbe forse stato maggiormente coerente col sistema<sup>113</sup>.

### **1.5 Diritto di recesso: *ratio* dell'esclusione e compatibilità di sistema**

Il 6° comma dell'art. 127 *quinquies* TUF esclude, *tranchant*, la possibilità che la deliberazione di modifica dello statuto con cui viene

---

ulteriori diritti di opzione offerti nel mercato regolamentato dagli amministratori ex art. 2441, comma 3°, c.c. né ci sembrerebbe razionale consentire tale estensione al caso dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione a favore di soggetto in ipotesi già socio della società emittente [...] In tali ipotesi, infatti, non si assisterebbe propriamente ad un incentivo alla stabilità della partecipazione ma di un beneficio di diversa natura, difficilmente compatibile, ci sembra con la *ratio* della disposizione”.

<sup>113</sup> GUIZZI, G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Il Corriere giuridico*, 2/2015, 159.

prevista la maggiorazione del voto possa attribuire il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437 c.c. Questa scelta, così netta, non sembra trovare una giustificazione altrettanto piana in termini di disciplina positiva, tenuto conto che le azioni a voto maggiorato, a differenza delle azioni a voto plurimo, non costituiscono una categoria speciale e non si può quindi negare il recesso motivandone l'esclusione sulla base della tendenziale irrilevanza del pregiudizio di rango<sup>114</sup>. È pur vero che si tratta di una "recompense"<sup>115</sup> al socio fedele che decida di impegnare il suo investimento per un periodo non inferiore a 24 mesi, "recompense" cui, potenzialmente, tutti i soci possono accedere una volta maturati i

---

<sup>114</sup> Il diritto di rango consiste nel diritto alla conservazione del medesimo rapporto alla luce della tendenziale frammentazione della struttura finanziaria della moderna s.p.a., tale diritto non può avere rilevanza né ex art. 2437, 1° comma, lett. g), c.c. né ex art. 2376 c.c. In generale sul diritto di rango LEOZAPPA, A. M., *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Milano, Giuffrè, 2008 e STAGNO D'ALCONTRES, A., *Commento all'art. 2376 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, Vol. I artt. 2325-2378 ter c.c., NICCOLINI, G., STAGNO D'ALCONTRES, A. (a cura di), Napoli, Jovene editore, 2004, 540. Sulla rilevanza invece del diritto di rango MARASÀ, G., *Commento sub art. 2437*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, D'ALESSANDRO, F. (diretto da), Vol. 3, Venezia, Piccin, 2011, 784. Sul tema del recesso a fronte dell'emissione di categorie azionarie a voto plurimo e in assenza di una norma espressa quale l'art. 127 *quinquies*, 6° comma, TUF, ANGELICI, C., *Un dialogo sul voto plurimo e il diritto di recesso*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 1/2015, 1; VENTORUZZO, M., *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e il recesso nelle s.p.a.*, in *Giurisprudenza commerciale*, V, 2015, 1055; MASSELLA DUCCI TERI, N., *Voto plurimo e voto maggiorato*, in *Digesto online*, 2015, 3; GENOVESE, A., *Introduzione alle azioni a voto plurimo e recesso*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione de voto*, TOMBARI, U. (a cura di), Torino, Giappichelli, 2016.

<sup>115</sup> L'espressione è di MARCHISIO, E., *La "Maggiorazione del voto" (art. 127 quinquies T.U.F.): récompense al socio "stabile" o truccage del socio di controllo*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, I, 2015, 78.

presupposti. Purtuttavia è evidente che, soprattutto nei casi di accesso alla maggiorazione grazie al computo del periodo di detenzione dei titoli anteriore alla quotazione, l'alterazione dei preesistenti equilibri di voto tra i soci e, di conseguenza, l'incidenza della delibera di modificazione dello statuto sui diritti di voto altrui sono affatto marginali<sup>116</sup>.

La conclusione cui è pervenuto il legislatore non risulta quindi così scontata se messa in relazione con l'art. 2437, 1° comma, c.c. il quale stabilisce che i soci hanno diritto di recedere quando non hanno concorso all'approvazione delle deliberazioni riguardanti “*le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione*” (lett. g), tant'è che quello in esame è stato da alcuni individuato come l'aspetto più discutibile e criticabile dell'intera disciplina<sup>117</sup>. Visto poi il carattere eccezionale della previsione, sembra doversi escludere che un analogo principio – e quindi un'analogha esenzione dal recesso – possa valere per le delibere modificative della

---

<sup>116</sup> LIBERTINI, M., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'Opa*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1/2015, 247.

<sup>117</sup> Così GUIZZI, G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Il Corriere giuridico*, 2/2015, 159. MARCHISIO, E., *La “Maggiorazione del voto” (art. 127 quinquies T.U.F.): récompense al socio “stabile” o trucage del socio di controllo*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, I, 2015, 109 parla al riguardo di una “ipersemplificazione non accettabile”. Il Presidente della Consob Giuseppe Vegas nell'audizione del 2 luglio 2014 al Senato della Repubblica – Commissioni riunite 10° (industria, commercio, turismo) e 12° (territorio, ambiente, beni ambientali) sottolineava: “occorrerebbe altresì riflettere sulla formulazione del nuovo art. 127-quinquies del TUF nella parte in cui (comma 6) nega agli azionisti il diritto di recesso in caso di introduzione per via statutaria delle azioni a voto maggiorato. Questa scelta rappresenta infatti un mutamento rilevante nella struttura proprietaria della società tale da richiedere, a tutela dei soci di minoranza, la previsione di un diritto di recesso”.

clausola statutaria in questione che vadano ad incidere sulla durata del *vesting period* o addirittura pervengano alla soppressione della maggiorazione<sup>118</sup>.

## 1.6 Quorum costitutivi e deliberativi

Il comma 8° dell'art. 127 *quinques* 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*”.

Ancora una volta è l'autonomia statutaria a giocare un ruolo decisivo ma la regola legale, ancorché dispositiva, stabilisce che la maggiorazione del diritto di voto incida sui quorum assembleari, sia costitutivi sia deliberativi<sup>119</sup>. Detti quorum andranno quindi computati

---

<sup>118</sup> Sempre GUIZZI, G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Il Corriere giuridico*, 2/2015, 160, nt 25 osserva che “la vicenda contraria, ossia la soppressione di una clausola di maggiorazione, e la perdita del voto maggiorato eventualmente spettante, appare invece, in assenza di una norma di segno analogo a quella del sesto comma, senz'altro in grado di legittimare il recesso ai sensi dell'art. 2437, comma primo, lett. g), c.c.”. Ciononostante lo statuto della Exprivia S.p.a., con una scelta difficilmente condivisibile, esclude espressamente il diritto di recesso in tali ipotesi stabilendo che “qualsivoglia modifica (migliorativa o peggiorativa) della maggiorazione del voto dettata dal presente articolo o la sua soppressione non richiedono altro adempimento se non l'approvazione da parte dell'assemblea straordinaria ai sensi di legge. È comunque escluso il diritto di recesso”.

<sup>119</sup> Valutazione più complessa, invece, quella che interessa la determinazione del quorum costitutivo nelle società “chiuse” poiché il codice nulla specifica in tal senso. Ricostruendo la disciplina del quorum deliberativo nelle società chiuse, l'art. 2368, I



avendo come riferimento non più il capitale sociale ma il numero complessivo di voti disponibili, inclusi quelli maggiorati.

Vista la derogabilità della previsione, è anche possibile ipotizzare che lo statuto decida di considerare rilevanti i voti maggiorati esclusivamente con riferimento ai quorum deliberativi e non anche con

---

Co., c.c., stabilisce che “l’assemblea ordinaria è costituita regolarmente con l’intervento di tanti soci che rappresentino almeno la metà del capitale sociale, escluse dal computo le azioni prive del diritto di voto nell’assemblea medesima”. A dover essere rappresentata in assemblea, quindi, è una percentuale pari alla metà del capitale votante e non del capitale sociale. Parte della dottrina ha inteso leggere questa disposizione come norma di sistema, individuando, attraverso un ragionamento puramente analogico, il quorum costitutivo sulla base dei voti esprimibili in assemblea e non sul computo delle azioni. Secondo tale ragionamento, nelle società chiuse emittenti azioni a voto plurimo, la formazione del quorum costitutivo sarebbe particolarmente agevolata, concorrendovi fino ad anche tre voti per ogni azione. Questa ricostruzione suscita alcune perplessità proprio, e paradossalmente, alla luce di una lettura di sistema. In primo luogo, se le azioni a voto maggiorato e le azioni a voto plurimo sono state contemporaneamente disegnate della stessa fonte normativa, il presupposto che nelle società quotate si sia avvertita l’esigenza di specificare il computo della maggiorazione ai fini della formazione dei quorum – costitutivi e deliberativi, ex art. 127 quinquies, VIII co. TUF – mentre nulla si è scelto di dire in merito alle società chiuse, sembrerebbe significare che i meccanismi espressi per le società aperte non rappresentano un principio generale ma – al contrario – norma speciale che, in quanto tale, va espressa precipuamente. A ciò si aggiunga che la maggiorazione è, nel suo funzionamento, assolutamente diversa dai meccanismi previsti. In secondo luogo, l’esclusione operante – ai fini del computo – a norma dell’art. 2368 I co, troverebbe la sua giustificazione in virtù di quanto specificato nell’art. 2370 c.c. il quale, prevedendo la possibilità di intervenire in assemblea solo per gli azionisti cui spetta il diritto di voto, li rende, prendendo in prestito le parole FERRI JR., G., Azioni a voto plurimo e voto maggiorato: profili tipologici, in *Rivista del Notariato*, 2015, 765, “istituzionalmente assenti”.

riferimento a quelli costitutivi o viceversa<sup>120</sup>.

La disposizione prosegue, infine, precisando che la maggioranza non ha invece effetti sui diritti, diversi dal voto spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale. Il riferimento è evidentemente all'impugnazione delle delibere assembleari, denunce di gravi irregolarità, richiesta di integrazione dell'ordine del giorno, ecc. Il legislatore conferma quindi che l'azionista fedele può essere premiato esclusivamente sul versante del diritto di voto ma non anche mediante l'attribuzione di benefici ulteriori con riferimento ad istituti diversi pensati, per lo più, a tutela delle minoranze.

---

<sup>120</sup> Sul punto GIAMPAOLINO, C. F., *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giurisprudenza commerciale*, V, 2015, 798 precisa che “la previsione dello statuto può riguardare o i quorum deliberativi o quelli costitutivi (nel secondo caso lo statuto avrà appunto la diversa disposizione dell’art. 2369 prevista per le società quotate, in assenza della quale non vi è quorum costitutivo per l’assemblea ordinaria). In altri termini, è possibile che, per una certa deliberazione, lo statuto richieda la partecipazione all’assemblea della maggioranza del capitale dotato di diritto di voto non maggiorato e che poi la delibera sia presa computando il voto maggiorato (per es. il 50% delle azioni votanti, e il 50% dei voti). Il quorum costitutivo può infatti servire a rappresentare nell’assemblea la maggior parte possibile degli interessi economici rappresentati nell’organo. Anche l’inverso sembra in astratto possibile, cioè che il quorum costitutivo includa le azioni a voto maggiorato, in modo coerente con la regola di default per facilitare la costituzione dell’assemblea in prima convocazione, e che quello deliberativo non ne tenga conto, ad esprimere una rappresentatività maggiore di “consensi” sostanziali rispetto alla deliberazione”.

## 2. Il voto plurimo

### 2.1 Le azioni a voto plurimo nel codice civile

La formulazione originaria dell'art. 2351, 3° comma, c.c. prevedeva il divieto assoluto di emissione di azioni a voto plurimo<sup>121</sup>.

---

<sup>121</sup> Prima della riforma del 2014 le azioni a voto plurimo non erano del tutto sconosciute al nostro ordinamento. Ed infatti, le disposizioni attuative al codice civile del 1942 disciplinavano l'utilizzo delle azioni a voto plurimo esistenti alla data del 27 febbraio di quell'anno, in modo da coordinare la vecchia e la nuova disciplina, con la finalità di mantenere inalterato "il rapporto tra le varie categorie di azioni". La disposizione in commento così recitava: "Le azioni a voto plurimo, esistenti al 27 febbraio 1942, nonché quelle emesse a norma dell'ultimo comma, potranno essere conservate per tutta la durata della società emittente prevista dall'atto costitutivo o dalle modificazioni di questo anteriori alla data suindicata. Dalla data predetta sono vietate anche per le società esistenti le emissioni di azioni a voto plurimo (Cod. Civ. 2351, 3° comma). Sono nulle altresì le deliberazioni con le quali si attribuisce alle azioni a voto plurimo esistenti un maggior numero di voti.

Le disposizioni del comma precedente non si applicano alle azioni a voto plurimo, emesse in occasione di aumenti di capitale deliberati prima dell'entrata in vigore del codice e dirette a mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni." Un decennio prima, CESARE VIVANTE nel suo *Contributo alla riforma delle società anonime*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 1/34, aveva proposto l'introduzione delle azioni a voto progressivo, prevedendo quindi una derivazione dal principio di proporzionalità. Secondo l'illustre autore, l'istituto doveva avere carattere premiale nei confronti di quegli azionisti che avessero confermato la loro permanenza nella società. Non si trattava quindi di una speciale categoria di azioni. riferendosi a questo tipo di proposta, FERRI, in *Osservazioni sulle proposte di Cesare Vivante per la riforma delle società anonime*, in *Foro Italiano*, Vol. 61, affermò che la differenza tra le azioni a voto progressivo e quelle a voto plurimo risiedeva nel numero dei voti "che compete a ciascuna azione" poiché non

Come si è avuto modo di osservare, si trattava dell'unico “*totem protettivo della democrazia societaria*”<sup>122</sup> sopravvissuto alla riforma del 2003, cui veniva comunemente ricollegata la funzione di evitare che il principio *one share-one vote*, ormai pacificamente derogabile verso il basso, potesse esserlo anche verso l'alto.

La conversione in Legge del Decreto Competitività 2014 ha però interamente modificato il quarto comma dell'art. 2351 c.c. introducendo la possibilità di prevedere negli statuti delle società, le cui azioni non siano quotate nei mercati regolamentati, l'emissione di azioni a voto plurimo e fissando in 3 il numero massimo di voti esercitabili per ciascuna azione<sup>123</sup> anche solo “*per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di determinate condizioni non meramente potestative*”<sup>124</sup>.

---

era determinato all'atto dell'emissione, “ma era stabilito dalla legge in relazione alla permanenza di ciascuno socio nella società”. *Osservazioni sulle proposte di Cesare Vivante per la riforma delle società anonime*, in *Foro Italiano*, Vol.61, affermò che la differenza tra le azioni a voto progressivo e quelle a voto plurimo risiedeva nel numero dei voti “che compete a ciascuna azione” poiché non era determinato all'atto dell'emissione, “ma era stabilito dalla legge in relazione alla permanenza di ciascuno socio nella società”.

<sup>122</sup> L'espressione è di MONTALENTI, P., *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo: prime considerazioni*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, TOMBARI, U. (a cura di), Torino, Giappichelli, 2016, 29.

<sup>123</sup> Si ritiene peraltro ammissibile anche il voto plurimo decimale sulla base del rilievo che l'art. 2351 c.c. si limita esclusivamente a fissare un tetto massimo ai voti attribuibili (3) e nulla più. Sul punto v. ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorati*, in *Rivista del notariato*, II, 2015, 431 che appunto osserva come “non vi sono regole che vietano l'attribuzione di frazioni di voto e tale configurazione non incide su diritti indisponibili, anzi l'ordinamento ammette la possibilità di emettere azioni completamente prive di diritti di voto”.

<sup>124</sup> In generale sulle azioni a voto plurimo ABBADESSA, P., *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato, Studi dedicati a Libertini*, I, Milano,

Tra le condizioni, non meramente potestative, che possono determinare il venir meno del voto plurimo si ritiene possa rientrare anche l'alienazione delle azioni, così come tra le condizioni attributive il possesso continuativo per un determinato periodo<sup>125</sup>. In tal modo si attribuisce al voto plurimo una funzione di incentivo per gli azionisti *loyal* analoga a quella tipica del diritto maggiorato.

Le azioni a voto plurimo, al contrario delle azioni a voto maggiorato, costituiscono una vera e propria categoria speciale, con tutte le conseguenze che ne derivano.

Presupposto indefettibile per la loro esistenza è la previsione a livello statutario. Al di fuori dell'evenienza in cui la categoria venga prevista già in sede di costituzione, sarà l'assemblea straordinaria, in sede di modifica statutaria, a prevederne l'emettibilità.

Nessuna criticità in caso di emissione in fase di costituzione, poiché tutti gli *shareholders* che concorrono alla sottoscrizione del contratto sociale, accettandolo, manifestano il loro assenso.

---

Giuffrè, 2015, 3; MASSELLA DUCCI TERI, N., *Decreto Competitività, Prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, in *Rivista di diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 4/2014; PUPO, C.E., *Valore e uguaglianza delle azioni con voto plurimo*, in *Banca, impresa e società*, 3/2015; TOMBARI, U., *Le azioni a voto plurimo*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, TOMBARI, U. (a cura di), Torino, Giappichelli, 2016, 13; BIONE, M., *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio: notarelle sul tema*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2015, 266; BARCELLONA, E., *Sub art. 2351, co. 4*, in *Le società per azioni, Codice civile e norme complementari*, CAMPOBASSO, M., CARIELLO, V., TOMBARI, U., (a cura di), diretto da Abbadessa, P., Portale, G. B., Milano, Giuffrè, 2016, 562.

<sup>125</sup> In questo senso la massima n. 48/2014 del Consiglio notarile di Firenze Pistoia e Prato che affronta appunto la tematica delle categorie di azioni a voto plurimo "fidelizzanti".

Diverso è, invece, il caso in cui, l'assemblea straordinaria proceda alla modifica dello statuto al fine di introdurre la categoria speciale. In tal caso, per le sole società già iscritte nel Registro delle Imprese al 31 agosto 2014<sup>126</sup>, viene richiesto – anche in prima convocazione – il voto favorevole di almeno due terzi del capitale rappresentato in assemblea.

Una volta introdotta la clausola statutaria legittimante, si può concretamente pervenire all'emissione delle azioni di nuova categoria mediante molteplici operazioni<sup>127</sup>: *i*) conversione di azioni preesistenti. In questo caso la conversione della totalità delle azioni non crea particolari perplessità così come la conversione parziale approvata all'unanimità. Non sembra potersi al contrario ritenere ammissibile una conversione parziale adottata a maggioranza; *ii*) emissione a seguito di aumento di capitale a pagamento<sup>128</sup>. Le azioni devono essere offerte in opzione a tutti i soci. È altresì possibile prevedere la limitazione o esclusione del diritto di opzione ma esclusivamente laddove sussistano le condizioni legittimanti di cui all'art. 2441 c.c.

In difetto di una specifica previsione tendente ad escluderlo, a differenza di quanto accade per il voto maggiorato nelle quotate, sembra doversi ammettere il diritto di recesso in capo ai soci assenti o dissenzienti ex art. 2437, 1° comma, lettera g) c.c. rispetto alla delibera di modifica statutaria che introduce le azioni a voto plurimo<sup>129</sup>.

---

<sup>126</sup> Art. 212 disp. att. c.c. come modificato dal Decreto Competitività.

<sup>127</sup> Per un'analisi dettagliata delle varie opzioni ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorati*, in *Rivista del notariato*, II, 2015, 431.

<sup>128</sup> Non sembra invece possibile emettere azioni a voto plurimo a seguito di aumento gratuito di capitale, posto che il 2° comma dell'art. 2442 c.c. dispone che le azioni di nuova emissione debbano avere le medesime caratteristiche di quelle in circolazione.

<sup>129</sup> Così ABBADESSA, P., *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a M. Libertini*, Milano, 2015, 7; GUIZZI, C., *La maggiorazione*

La dottrina maggioritaria è ferma nel ritenere che i limiti quantitativi imposti dall'art. 2351 c.c., 2° comma, (i.e. la metà del capitale sociale) non si applichino anche alle azioni a voto plurimo. Ciò in virtù, essenzialmente, del fatto che l'articolato del secondo comma dell'art. 2351 c.c. è rimasto immutato anche dopo l'introduzione della nuova categoria continuando a non farne menzione<sup>130</sup>. Ecco che, allora, l'intero capitale della società potrebbe essere composto da azioni che possiedono fino a 3 voti: in siffatta ipotesi, come è ovvio, i benefici del voto plurimo verrebbero meno, poiché tutte le azioni emesse avrebbero diritto all'esercizio di tre voti. Di poco differente sarebbe l'ipotesi, pure possibile, di una duplice categoria di azioni, ciascuna dotata di "pluspotere", ma la prima con un rapporto "One share-Two votes" e la seconda "One share-Three votes". Una simile ipotesi poco si discosterebbe in termini partecipi dalla precedente. La dissociazione

---

*del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corriere giuridico*, 2015, 159. Riporta anche un orientamento contrario e più restrittivo ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorati*, in *Rivista del notariato*, II, 2015, 431.

<sup>130</sup> In questo senso ABRIANI, N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto*; ANGELILLIS, A., E VITALI, M.L., in *Sub art. 2351*, in *Azioni*, NOTARI M. (a cura di, *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, P., Bianchi, L.A., Ghezzi, f., Notari, M., Milano, 2008, i quali affermano che "in generale può ritenersi che il limite quantitativo del comma 2 vada applicato solamente nelle ipotesi di azioni emesse a voto "non pieno": ne rimangono escluse, pertanto, particolari fattispecie che, sebbene caratterizzate da una particolare modulazione del diritto di voto ad opera dell'autonomia statutaria, non ne comportino una vera e propria limitazione"; ROSAPEPE, R., *Manuale di diritto commerciale*, Buonocore, 2015, 345 e MARCHETTI, P., *Commento all'art. 20 del D.L. Competitività (azioni a voto maggiorato, a voto plurimo ed altro)*, *Relazione al convegno del 22 settembre 2014 presso il Consiglio Notarile di Milano*, reperibile su [www.marcheitilex.it](http://www.marcheitilex.it), area download, il quale, categoricamente, afferma "non vi è limite all'emissione di azioni a voto plurimo".

massima nell'utilizzo di questo *CEM* si raggiunge, invece, quando la metà del capitale sociale è rappresentata da azioni senza diritto di voto e l'altra metà da azioni a voto plurimo con 3 voti. In tal caso, il controllo della società sarebbe garantito da un possesso azionario pari al 12,5% + 1 delle azioni (che salirebbe al 16,6 periodico + 1 in caso di azioni a voto plurimo concedenti solamente due voti)<sup>131</sup>.

Discorso diverso, in termini di limiti quantitativi di emissione, dovrà naturalmente valere laddove le azioni siano sì a voto plurimo ma solo “*per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di determinate condizioni non meramente potestative*”. In questo caso dette azioni, oltre ad essere a voto plurimo, saranno anche a voto limitato e in quanto tali dovranno essere computate nel limite della metà del capitale sociale.

Per quanto riguarda invece l'incidenza delle azioni a voto plurimo sui quorum assembleari, nelle società chiuse, l'art. 2368, 1° comma c.c., in tema di quorum costitutivo, stabilisce che “*l'assemblea ordinaria è costituita regolarmente con l'intervento di tanti soci che rappresentino almeno la metà del capitale sociale, escluse dal computo le azioni prive del diritto di voto nell'assemblea medesima*”. A dover

---

<sup>131</sup> Non è mancato chi sostiene che la portata generale dell'intervento normativo “sia minore di quanto potrebbe suggestivamente apparire”, poiché “se la regola posta con l'art. 2351, secondo periodo del secondo comma c.c., esprime l'esigenza che per il controllo di diritto della società si possieda almeno il 25%+1 azioni, a un risultato assolutamente identico perviene la nuova disposizione per la quale le azioni a voto plurimo non possono attribuire più di 3 voti ciascuna. Il che, se lo si vuole esprimere in termini formalizzati, rappresenta il risultato di una formula di portata generale: quella per cui il numero di azioni necessario per il controllo di diritto (A) è dato dal numero dei voti esercitabili (V) diviso la somma del multiplo applicabile alle proprie azioni (k) più 1, il tutto aggiunto di 1.  $A = (V/k+1)+1$ .



essere rappresentata in assemblea, quindi, è una percentuale pari alla metà del capitale votante e non dell'intero capitale sociale. Si potrebbe quindi leggere questa disposizione come norma di sistema che intende individuare il quorum costitutivo sulla base dei soli voti esprimibili in assemblea e non della totalità delle azioni. Aderendo a tale impostazione, nelle società chiuse che emettono azioni a voto plurimo, il raggiungimento del quorum costitutivo sarebbe particolarmente agevolato, concorrendovi ciascuna azione anche fino a un massimo di tre voti.

Questa ricostruzione suscita però delle perplessità.

In primo luogo, se le azioni a voto maggiorato e le azioni a voto plurimo sono state contemporaneamente disegnate della stessa fonte normativa, la circostanza che nelle società quotate si sia avvertita l'esigenza di specificare il computo della maggiorazione ai fini del raggiungimento dei quorum – costitutivi e deliberativi, ex art. 127 *quinques*, 8° comma del TUF – mentre nulla si è detto per le società chiuse sembrerebbe evidenziare che i meccanismi espressi per le società quotate non sono espressione di un principio generale ma – al contrario – di una norma speciale che, in quanto tale, deve essere di stretta interpretazione.

In secondo luogo, l'esclusione operante – ai fini del computo a norma dell'art. 2368 1° comma c.c. – delle azioni senza voto troverebbe la sua giustificazione alla luce di quanto specificato nell'art. 2370 c.c. il quale, prevedendo la possibilità di intervenire in assemblea solo per

coloro ai quali spetta il diritto di voto, qualifica i titolari di azioni non votanti quali soggetti “istituzionalmente assenti”<sup>132</sup> che non sono legittimati a prendere parte al dibattito assembleare.

## **2.2 Le azioni a voto plurimo nel TUF**

Ai sensi dell’art. 127 *sexies*, 1° comma, TUF nell’ambito delle società quotate “*In deroga a quanto previsto dall’art. 2351, quarto comma, codice civile, gli statuti non possono prevedere l’emissione di azioni a voto plurimo*”.

Coerentemente con tale divieto, parrebbe che il legislatore abbia inteso inibire alle società quotate l’utilizzo di un CEM attributivo di un pluspotere che, a differenza di quello derivante dalla titolarità di azioni a voto maggiorato, ha i caratteri della stabilità e dell’immutabilità.

In verità il divieto non è così assoluto come sembra.

Ed infatti il 2° comma dello stesso art. 127 *sexies* TUF consente alle società quotate di mantenere le azioni a voto plurimo emesse precedentemente alla quotazione, le quali conserveranno inalterate caratteristiche e relativi diritti. In più, salvo diversa previsione statutaria, con l’intento dichiarato di mantenere immutato il rapporto tra le diverse 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 ulteriori azioni a voto plurimo con le medesime caratteristiche e diritti di quelle già emesse nei casi di *i) aumento gratuito di capitale, ii) aumento a pagamento*

---

<sup>132</sup> Così FERRI JR., G., *Azioni a voto plurimo e voto maggiorato: profili tipologici*, in *Rivista del Notariato*, 4/2015, p.765.

senza esclusione o limitazione del diritto di opzione, *iii*) fusione o scissione. Qualora la società non si avvalga della facoltà di emettere nuove azioni a voto plurimo in sede di aumento di capitale, per espressa previsione normativa, le relative deliberazioni non dovranno in ogni caso essere oggetto di approvazione da parte dell'assemblea speciale di categoria dei titolari delle azioni a voto plurimo ex art. 2376 c.c.

Il legislatore quindi non si è sentito pronto a rinunciare a un effettivo utilizzo delle azioni a voto plurimo nelle quotate e, anzi, al di là degli intenti dichiarati, ha offerto ai soci di controllo di società restie alla quotazione il CEM incentivante per eccellenza che ha ben più potenzialità rispetto alla mera maggioranza del voto<sup>133</sup>, con l'unica

---

<sup>133</sup> BUSANI A., SAGLIOCCA M., in *Le azioni non si contano ma si "pesano": superato il principio one share – one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Le Società*, 2014, 1060, in merito osservano che “ se questa situazione, da un lato, può essere commentata con la considerazione che il legislatore probabilmente non se l'è sentita di confezionare una norma che spegnesse, per il solo effetto della quotazione, il beneficio del voto plurimo acquisito ante quotazione (il che avrebbe senz'altro avuto il sapore di una non ammissibile espropriazione di diritti acquisiti), d'altro lato è difficile non avere l'impressione che tra le pieghe della normativa in questione si annidi una possibile “operazione maliziosa” del legislatore. E cioè l'operazione di aver, da un lato, vietato l'introduzione del voto plurimo nelle società quotate (ammettendo solo il premio della maggioranza del voto connesso alla fedeltà azionaria) ma, d'altro lato, di averlo consentito tutte le volte che il voto plurimo sia già stato istituito ante quotazione: ciò che non appare di certo anomalo se l'introduzione del voto plurimo sia stata fisiologicamente effettuata per disciplinare le decisioni dei soci nel corso della esistenza della medesima società chiusa, ma che avrebbe evidenti spunti di anomalia se l'introduzione del voto plurimo in una società chiusa sia organizzata ad arte, e cioè solo in vista della sua quotazione, e quindi per essere servente al mantenimento del potere decisionale dei soci beneficiati dal voto plurimo anche post quotazione, e cioè in un contesto nel quale, per principio, il voto plurimo invero non sarebbe introducibile *ex novo*.” Parimenti, TEDESCHI, C., *Le azioni a voto plurimo e*

accortezza di aver vietato il cumulo tra voto plurimo e maggiorazione<sup>134</sup>. La sola controindicazione dell'emissione di azioni a voto plurimo in vista della quotazione può, a ben vedere, risiedere nella evidenziata tendenza di deprezzamento dei titoli stessi.

---

*la maggiorazione del diritto di voto*, in *Le Società*, 10/2015, 1077, precisa “nondimeno, la stessa norma potrebbe prestarsi anche ad un uso non conforme allo spirito della modifica e consentire una emissione effettuata a ridosso dalla quotazione proprio per trasformare il potere di alcuni soci in vista della stessa”. E in effetti, al vaglio della prassi, le azioni a voto plurimo, nel caso dell'unica società quotata italiana che le prevede in statuto, la Fila, sembra siano state utilizzate proprio nell'ottica di mantenere il controllo a seguito della quotazione e quindi emesse *ad hoc* prima della quotazione.

<sup>134</sup> Ai sensi del 3° comma dell'art. 127 *sexies* TUF infatti “nel caso previsto dal comma 2 gli statuti non possono prevedere ulteriori maggiorazioni del diritto di voto a favore di singole categorie di azioni né ai sensi dell'articolo 127-*quinquies*”.

## CAPITOLO III

### LA MAGGIORAZIONE DEL VOTO, LE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO E LA TRASPARENZA DEGLI ASSETTI PROPRIETARI

SOMMARIO 1. La maggiorazione del voto e le novità in materia di OPA obbligatoria. 1.1 Presupposti e soglie. 1.2 La determinazione del prezzo delle azioni 1.3 Il superamento passivo. 1.4 (Segue) ... e l'OPA "differita". 1.5 Il superamento temporaneo. 1.6 OPA obbligatoria e PMI – 2. Il potenziamento del voto e la neutralizzazione. – 3. Trasparenza e assetti proprietari.

#### **1. La maggiorazione del voto e le novità in materia di OPA obbligatoria**

##### **1.1 Presupposti e soglie**

Il Decreto Competitività, sempre in un'ottica di semplificazione e, come si avrà modo di evidenziare in seguito con riferimento alle PMI, di incentivo alla quotazione, ha introdotto molteplici novità in materia di OPA totalitaria, il cui obbligo scatta al superamento di una determinata soglia di partecipazione predeterminata<sup>135</sup>.

---

<sup>135</sup> In generale sull'OPA totalitaria obbligatoria e le sue funzioni SKOG., R., *Se l'opa obbligatoria sia davvero necessaria*, in *Rivista delle società*, 1995, 967; WEIGMANN, R., *Le offerte pubbliche d'acquisto*, in *Trattato delle società per azioni Colombo-Portale*, X, Torino, 1993, 345; MONTALENTI, P., *Le offerte pubbliche di acquisto. Le fattispecie obbligatorie*, Milano, Giuffrè, 1995.

L'OPA obbligatoria, come noto, ha una duplice funzione: da una parte consente ai soci di minoranza di beneficiare del c.d. “premio per il controllo” e di esercitare l'*exit* all'esito del mutamento dei vertici laddove tale mutamento non sia condiviso, e dall'altra incrementa il costo dell'acquisizione e scoraggia le scalate ostili, qualificandosi come una sorta di misura difensiva normativamente imposta<sup>136</sup> in grado di incidere fortemente sulla contendibilità della società.

Il legislatore del Decreto Competitività, preso atto delle modifiche introdotte in tema di potenziamento del voto, ha quindi opportunamente adeguato i presupposti dell'OPA obbligatoria al mutato scenario normativo, prevedendo all'art. 106 1° comma del TUF che “*chiunque, a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ovvero a disporre di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso*”, a meno che non ci sia altro soggetto che detiene il controllo.

---

<sup>136</sup> Così VENTORUOZZO, M., *Perché rivedere l'Opa obbligatoria*, In Sole 24 ore, 30 giugno 2015, il quale, nel sottolineare la funzione difensiva dell'Opa, evidenzia che “negli Stati Uniti, dove la legge non impone l'offerta, regole simili adottate a livello statutario sono considerate avente natura difensiva. Un azionista forte che si collochi, ad esempio, al 35%, sa che per sfidarli un *bidder* deve essere finanziariamente pronto a comprare il 100% del capitale”. Più nel dettaglio sulla distanza in tema di *mandatory offer* tra gli Stati Uniti e l'Europa sempre VENTORUOZZO, M., *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends*, in *Texas International Law Journal*, 41, 2006, 171.

La soglia del 30 per cento<sup>137</sup> è rimasta quindi invariata ma le modalità di calcolo della soglia sono state profondamente innovate, dovendosi far riferimento, quale denominatore di calcolo, alla totalità dei voti attribuiti ai soci tenendo conto delle maggiorazioni eventualmente intervenute. È pertanto evidente che non solo gli acquisti potranno determinare l'insorgere dell'obbligo di promuovere un'OPA totalitaria, ben potendo detto obbligo semplicemente derivare dalla maggiorazione del voto connesso ad una partecipazione già detenuta.

Apparentemente, stando al dato letterale della norma, si potrebbe ipotizzare che, a seguito della modifica, siano state introdotte due distinte soglie, alternative e concorrenti, rilevanti ai fini OPA: *i*) il possesso del trenta per cento del capitale e *ii*) la titolarità del trenta per cento dei voti. Ed infatti, vista la possibilità per le società di discostarsi dal modello *one share-one vote*, è ben possibile – e anzi fisiologico in un contesto a voto potenziato – che ad una partecipazione al capitale del 30 per cento corrispondano diritti di voto in misura inferiore e che ad una partecipazione più bassa al capitale corrispondano invece diritti di voto pari o superiori al trenta per cento.

La Consob ha però rifiutato l'approccio a doppia soglia, dando rilievo, da un punto di vista sostanziale, alla situazione da cui origina il

---

<sup>137</sup> Sulla soglia, fissata al 30%, COSTI, R., *Il mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2013, 91 osserva come “il legislatore ha così imposto l'obbligo di offerta non a chi acquisisce il controllo della società, ma a chi supera una predeterminata soglia, nel probabile convincimento che la soglia prevista sia anche quella che coincide con la partecipazione di controllo (tant'è che il superamento della soglia non comporta l'obbligo di offerta totalitaria se esista un altro soggetto che detiene il controllo) e, quanto meno, per rendere certo il limite il cui superamento impone il predetto obbligo, accettando per altro il rischio che le partecipazioni di controllo si collochino al di sotto di quella soglia e che il controllo, pertanto, cambi senza alcun obbligo d'offerta pubblica”.

controllo, ed ha optato per un regime a soglia unica<sup>138</sup>, fornendo, all'art. 44 bis.1 del Regolamento Emittenti, una nozione sostanzialistica di partecipazione cui far riferimento ai fini dell'applicazione dell'art. 106 TUF. Nelle società che consentono l'emissione di azioni a voto plurimo o la maggiorazione del voto, la partecipazione rilevante ai fini OPA dovrà infatti essere *“calcolata tenendo conto del numero dei diritti di voto, esercitabili nelle deliberazioni assembleari riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza, in rapporto al numero complessivo dei diritti di voto comunicati dall'emittente ai sensi dell'art. 85-bis”*.

La nuova nozione di partecipazione di cui all'art. 44 bis.1 del Regolamento Emittenti è valevole anche ai fini dell'applicazione della disciplina dell'OPA da consolidamento di cui all'art. 106 3° comma lettera b) del TUF, in virtù del quale, in combinato disposto con l'art. 46 del Regolamento Emittenti, l'obbligo di promuovere un'OPA totalitaria scatta anche a carico di coloro che, pur non detenendo la maggioranza di voto nell'assemblea ordinaria, siano già in possesso di una partecipazione rilevante ai fini OPA e che nell'arco di dodici mesi

---

<sup>138</sup> Come si legge in CONSOB, *Proposta di modifiche al Regolamento emittenti in materia di voto plurimo Esiti della consultazione*, 23 dicembre 2014 reperibile su [www.consob.it](http://www.consob.it), “non si conviene sul rilievo che il criterio della doppia soglia OPA concorrente possa essere quello più idoneo a preservare gli interessi sottesi alla disposizione di fonte primaria, finendo per imporre un obbligo OPA, correlato alla detenzione di azioni con diritto di voto in misura superiore al 30% del totale del capitale sociale, anche ove tale partecipazione, rapportata al numero complessivo dei diritti di voto, non risulti idonea a conferire il controllo assembleare dell'emittente e, per converso, potrebbe comportare effetti distorsivi del mercato”. Al contrario ABRIANI, N., BARCELLONA, E., *Osservazioni al documento di consultazione “Proposte di modifica al regolamento emittenti in materia di voto plurimo”*, si erano invece espressi in favore dell'ipotesi della doppia soglia concorrente.



incrementino detta partecipazione del 5 per cento (originariamente del 3 per cento) a seguito di acquisti o di maggiorazione dei voti, con significativa riduzione della contendibilità dell'emittente<sup>139</sup>. Anche in questo caso quindi gli acquisti sono stati interamente equiparati alla maggiorazione dei voti<sup>140</sup>.

Dall'esame della disciplina positiva emerge però che l'equiparazione tra acquisti e maggiorazione dei voti ai fini OPA non è totale, in quanto nella terza e ultima ipotesi di OPA obbligatoria prevista dall'art. 106 comma 1 bis del TUF, la maggiorazione non è rilevante. Ed infatti l'obbligo di OPA in questo caso colpisce chi, a seguito di soli acquisti, *“venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del venticinque per cento in assenza di altro socio”*<sup>141</sup> che detenga una partecipazione più elevata”. Pertanto nel caso

---

<sup>139</sup> CONSOB, *Comunicazione n. 0080574 del 15.10.2015*, reperibile sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it) efficacemente sintetizza in questi termini le funzioni dell'OPA da consolidamento: “alla base dell'introduzione di tale fattispecie vi era la necessità di tutelare l'interesse degli azionisti di minoranza, per i quali è ben diverso risultare azionisti di una società controllata di diritto ovvero di fatto, nel primo caso riscontrandosi un azzeramento della contendibilità dell'emittente. La riduzione della contendibilità dell'emittente è, dunque, ammessa a condizione che il consolidamento della partecipazione avvenga in un periodo di tempo tale da non superare il 5% nell'arco di dodici mesi.

<sup>140</sup> Sul punto sempre Comunicazione Consob n. 0080574 del 15.10.2015 reperibile sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>141</sup> L'espressione “altro socio” utilizzata dalla norma apre peraltro la strada ad un interrogativo di non poco conto. È infatti lecito chiedersi se, visto il tenore letterale della disposizione, ai fini della norma rilevi esclusivamente la detenzione di una partecipazione superiore al 25% da parte di un unico soggetto, considerato nella sua individualità di azionista, o anche la detenzione congiunta di una partecipazione di tale entità da parte di più soci aderenti ad un patto parasociale. Al riguardo MOSCA, C., *La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie opa*, in *Le nuove leggi civili commentate*,

del comma 1bis dell'art. 106 del TUF, pur essendo la nozione di partecipazione cui fare riferimento la medesima sostanzialistica che tiene conto del numero di voti complessivamente esercitabili, a far scattare l'obbligo di OPA saranno esclusivamente i nuovi acquisti che – in combinato con le partecipazioni già detenute a voto, eventualmente, maggiorato – potranno determinare il superamento della soglia anche in ipotesi di titolarità di una frazione di capitale inferiore al trenta per cento. Al contrario il superamento della soglia in virtù della sola maggiorazione e in assenza di acquisti non rileva, ingenerando una situazione che induce a chiedersi se una simile disparità di trattamento, posto che per le restanti soglie OPA la scelta legislativa è stata diametralmente opposta, sia effettivamente sorretta da una razionale giustificazione<sup>142</sup>.

---

5, 2015, 888 osserva come, da una parte, “verso l’assimilazione delle due situazioni – ossia il trattamento di un patto al pari di un singolo azionista oltre soglia – milita la considerazione che i contratti parasociali, intesi come coalizioni stabili di azionisti, determinano sempre un innalzamento nella concentrazione proprietaria dell’emittente, dei quali si dovrebbe tener conto nell’individuazione della soglia opa applicabile”. Per altro verso però l’Autrice rileva che “se, come osservato, la titolarità in capo ad un singolo e l’imputazione plurisoggettiva di una partecipazione si riflettono in modo analogo sulla contendibilità dell’emittente, è altrettanto innegabile che l’esercizio individuale del controllo è sempre più forte del potere esercitato da una coalizione (la cui stabilità dipende dalla tenuta dell’accordo sottostante). Inoltre, il controllo solitario è per sua natura facilmente riconoscibile a differenza dell’esistenza di una coalizione che potrebbe richiedere un accertamento più complesso (si pensi al caso di un patto parasociale che non sia stato pubblicato)”.

<sup>142</sup> A questo proposito COSTI, R., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell’OPA*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2015, 226 si pone infatti il seguente interrogativo: “l’obbligo di offerta totalitaria scatta, con riferimento alla soglia del 30%, anche se il superamento non è dovuto ad acquisti ma deriva dalla disponibilità di voti derivante dalla maggiorazione del voto ai sensi dell’art. 127-quinquies, e anche in forza del voto plurimo; questa seconda ipotesi non è contemplata per il superamento

## 1.2 La determinazione del prezzo delle azioni

Come rammentato, una delle funzioni preminenti dell'OPA totalitaria obbligatoria risiede nel perseguimento dell'obiettivo di rendere il premio per il controllo fruibile anche da parte dei soci di minoranza. A garanzia di tale funzione sono previsti dei criteri specifici di determinazione del prezzo delle azioni oggetto di offerta pubblica. Ed infatti l'art. 106 2° comma del TUF prevede che *“per ciascuna categoria di titoli, l'offerta è promossa entro venti giorni a un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'art. 102, comma 1, per acquisiti di titoli della medesima categoria”*. È evidente però che nei casi di superamento della soglia a seguito di maggiorazione non è possibile adottare come parametro di riferimento il prezzo di acquisto delle azioni. Pertanto, analogamente a quanto si verifica nell'ipotesi in cui non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso di titoli della medesima categoria, il prezzo di acquisto delle azioni non potrà essere *“inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile”*.

---

del 25%. Ha una giustificazione questa disparità di trattamento?”. La problematica esiste senz'altro con riferimento alla maggiorazione del voto. Quanto invece al voto plurimo, cui pure sembra far riferimento l'Autore, il superamento verosimilmente deriverà in ogni caso da acquisti, posto che il voto plurimo è una caratteristica intrinseca del titolo e non una fattispecie a formazione progressiva al pari del voto maggiorato che può quindi determinare degli sfasamenti temporali tra l'acquisto della partecipazione e il potenziamento del voto.

Tuttavia, in assenza di acquisti, il prezzo dei titoli non andrà ad incorporare alcun premio per il controllo e non risulterà così vantaggioso per gli azionisti di minoranza<sup>143</sup>.

Le disposizioni in materia di soglie OPA trovano naturalmente applicazione anche nell'ipotesi in cui il superamento derivi dall'acquisto di azioni a voto plurimo che, come si è già avuto modo di rilevare, una società neo - quotata può conservare anche dopo la quotazione purché non introduca statutariamente il meccanismo della maggiorazione del voto. Pertanto ben può succedere che un soggetto superi la soglia del trenta per cento dei diritti di voto dopo aver acquistato dal socio di controllo un pacchetto di azioni a voto plurimo, le quali possono attribuire fino a un massimo di tre voti. A questo punto,

---

<sup>143</sup> Queste considerazioni sono state evidenziate nell'audizione del Presidente della Consob Giuseppe Vegas del 2 luglio 2014 al Senato della Repubblica – Commissioni riunite 10° (industria, commercio, turismo) e 12° (territorio, ambiente, beni ambientali) il quale esprime delle perplessità in ordine alla scelta legislativa di estendere la disciplina dell'OPA obbligatoria ai casi di superamento delle soglie a seguito di maggiorazione per due ordini di problemi. In primo luogo perché “questa scelta [...] riduce la portata dell'innovazione introdotta, in quanto limita la possibilità per un azionista di controllo di cedere sul mercato quote importanti di capitale senza dover sopportare i costi di un'OPA” e poi perché “tale OPA peraltro sarebbe di norma promossa ad un prezzo non particolarmente vantaggioso per gli azionisti di minoranza, in quanto, in assenza di acquisti, il corrispettivo sarebbe pari al prezzo di mercato e non incorporerebbe alcun premio per il controllo”. Per queste ragioni, in alternativa all'OPA obbligatoria, Vegas proponeva “altri meccanismi di salvaguardia degli azionisti di minoranza, meglio adatti ad agire sul piano preventivo” quali ad esempio la “previsione di *quorum* rafforzati per l'assunzione della delibera assembleare che introduce il voto maggioranza”. Al contrario su questi versante, come si è già avuto modo di evidenziare, il legislatore è andato nella direzione opposta prevedendo addirittura un arco temporale (nello specifico, fino al 31 gennaio 2015) entro il quale le società avrebbero potuto inserire la modifica con un *quorum* agevolato.

applicando i criteri di determinazione del prezzo individuati dall'art. 106 2° comma del TUF, avendo l'offerente acquistato esclusivamente titoli di altra categoria (in relazione ai quali avrà pagato il premio di maggioranza tenendo conto anche dei voti plurimi incorporati nelle azioni), il prezzo imposto per l'acquisto delle azioni ordinarie sarà irrisorio rispetto al prezzo pagato per il pacchetto controllo, con ciò impedendo, di fatto, alle minoranze di fruire di alcun beneficio in termini economici<sup>144</sup>.

### **1.3 Il superamento passivo**

La nuova nozione di partecipazione cui occorre far riferimento per valutare il superamento delle soglie rilevanti a fini OPA è una nozione ontologicamente variabile, non stabile né fissa. Ed infatti, a seguito del maturare e/o della perdita del beneficio in capo ad altri soci, il denominatore di calcolo subirà delle variazioni, in aumento o in diminuzione, che si rifletteranno sul peso specifico della singola partecipazione. Se nell'ipotesi di superamento della soglia a seguito di maggiorazione del proprio voto è possibile rinvenire un elemento di volontarietà nella condotta del socio che richiede scientemente l'iscrizione nell'elenco, lo stesso non può dirsi per i casi di superamento involontario della soglia a seguito di comportamenti altrui (ad es. alienazione della partecipazione con conseguente perdita della

---

<sup>144</sup> Sul punto diffusamente SASSELLA, M., *I nuovi profili dell'IOPA obbligatoria alla luce del Decreto Competitività e delle recenti modifiche al Regolamento Emittenti*, in *dirittobancario.it*, 2015, 19 che conclude osservando come “tale questione porrebbe, quindi, una criticità in tema di appetibilità e valutazione da parte del mercato di strutture azionarie di questo tipo”.

maggiorazione) da cui deriva la diminuzione dei voti complessivi esercitabili in assemblea e l'aumento del peso specifico della partecipazione di un altro socio<sup>145</sup>.

In una simile ipotesi il superamento della soglia può dirsi meramente “passivo”, in quanto interamente ascrivibile a comportamenti altrui, peraltro nemmeno preventivabili. Per questa ragione il legislatore ha demandato alla Consob di individuare in via regolamentare i presupposti per l'esenzione dall'obbligo di OPA totalitaria in presenza di superamenti della soglia per “*cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente*”<sup>146</sup>. La Consob ha esercitato la delega regolamentare prevedendo all'art. 49 1° comma lettera d *bis* del Regolamento Emittenti che l'obbligo di OPA totalitaria non sussiste se “*nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, il superamento della soglia è determinato dalla riduzione del numero complessivo dei voti esercitabili sugli argomenti indicati nell'art. 105 del Testo unico*”.

---

<sup>145</sup> MOSCA, C., *La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie opa*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 5, 2015, 879 descrive la situazione come quella “in cui versa l'azionista oltre soglia che, alla data del presupposto dell'obbligo di offerta, non abbia né acquistato azioni, né maturato ulteriori voti maggiorati [...] questo soggetto ha sì volontariamente richiesto l'iscrizione nell'elenco per maturare la maggiorazione, ma non ha mai accettato, ossia consapevolmente maturato, diritti di voto in una percentuale oltre soglia”.

<sup>146</sup> Cfr. Art. 106 5° comma lettera c) del TUF.

#### 1.4 (Segue) ... e l'OPA "differita"

L'acquisto di azioni in società che hanno introdotto nei loro statuti la maggiorazione del voto dà, come detto, la titolarità di una partecipazione il cui peso specifico è suscettibile di continue variazioni. Tuttavia, fermo quanto detto in tema di superamento involontario della soglia, può accadere che venga acquistata una partecipazione superiore al trenta per cento del capitale alla quale però, al momento dell'acquisto non corrisponda un numero di voti di egual misura e non faccia dunque sorgere in capo al suo titolare l'obbligo di lanciare un'OPA totalitaria.

Trattandosi di una situazione non statica ma fortemente dinamica, *quid iuris* nel caso in cui, in un secondo momento, si verifichi un superamento passivo della soglia? A questo interrogativo ha fornito una risposta espressa la stessa Consob in quanto la lettera d *bis*) del 1° comma dell'art. 49 del Regolamento Emittenti esclude che ci si possa trovare in presenza di un superamento involontario laddove, pur a fronte di un superamento passivo, "*il soggetto interessato abbia acquistato, anche di concerto, una partecipazione che, calcolata in rapporto al numero complessivo dei titoli emessi dall'emittente che attribuiscono il diritto di voto sui medesimi argomenti*" eccede le soglie rilevanti ai fini OPA.

Ciò equivale a dire che in questa ipotesi – pur in presenza di un meccanismo "a soglia unica" basato sulla nozione sostanzialistica di partecipazione più volte richiamata – la mera partecipazione al capitale, avulsa dal suo peso specifico legato al numero complessivo di voti esercitabili, finisce col riacquisire autonoma rilevanza<sup>147</sup>. Pertanto un

---

<sup>147</sup> Sul punto è molto critico GUIZZI, G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Il Corriere giuridico*, 2/2015, 165 che rileva come un simile approccio "sembra, infatti, porsi innanzitutto in una

soggetto che acquista una partecipazione di capitale superiore alle soglie di riferimento, ancorché al momento dell'acquisto non sia in grado di esercitare un numero di voti corrispondente, deve accettare il rischio che ciò possa accadere in seguito, anche all'esito di condotte di terzi, e che possa quindi essere tenuto a lanciare un'OPA totalitaria in un momento non meglio individuabile né preventivabile; il tutto peraltro in assenza di riferimenti che circoscrivano entro un *range* definito e certo la rilevanza temporale degli acquisti.

Pertanto, in presenza di acquisti di capitale non rilevanti a fini OPA ma di entità almeno potenzialmente in grado di determinare il superamento delle soglie seppur solo a fronte di successivi mutamenti degli assetti del potenziamento dei voti altrui, l'obbligo di OPA non è definitivamente “scongiurato” ma semplicemente “congelato”, ben potendo riespandersi in ipotesi di superamento passivo che l'Autorità di Vigilanza ha ritenuto siano comunque connotati dal carattere della volontarietà<sup>148</sup>. Detta volontarietà non può però essere equiparata

---

piuttosto stridente contraddizione con la premessa da cui pure l'intero impianto della disciplina, anche regolamentare, muove. Ovverosia con la premessa che nelle società che prevedono il meccanismo della maggioranza del voto, in cui il criterio del calcolo della soglia è legato al rapporto tra voti esercitabili e ammontare complessivo dei diritti di voto disponibili, quello della misura della partecipazione ragguagliata al capitale rappresentato dalle azioni con voto è destinato a essere sostanzialmente irrilevante, e comunque recessivo”.

<sup>148</sup> Al riguardo MOSCA, C., *La maggioranza del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie opa*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 5, 2015, 880 parla di OPA “in stand-by”, rilevando che “la scelta operata a livello regolamentare riflette la consapevolezza circa il carattere transitorio e non strutturale della maggioranza. Dall'impostazione descritta discende l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto in capo ad un soggetto che, a suo tempo, aveva acquistato, con piena consapevolezza, una partecipazione che incorpora, almeno potenzialmente, diritti di voto in misura



all'ipotesi in cui il socio chieda l'iscrizione nell'elenco e ottenga, decorso il *vesting period* previsto dallo statuto, la maggioranza, nonostante anche in questo caso ci siano dei profili di "passività" legati al fatto che il concreto effetto del potenziamento del voto in rapporto alla totalità dei voti esercitabili è comunque legata alla condotta degli altri soci e alla circostanza che questi ultimi decidano o meno di accedere alla maggioranza<sup>149</sup>. Si tratta a ben vedere di una volontarietà

---

superiore al trenta per cento. Si è detto potenzialmente nel senso che è sufficiente la riduzione dei diritti di voto altrui, senza che l'acquirente maturi a sua volta voti maggiorati, affinché si verifichi il superamento della soglia rilevante. La principale critica del meccanismo prefigurato attiene all'incertezza circa il momento di decorrenza dell'offerta pubblica di acquisto poiché tra l'acquisto della partecipazione e l'incremento oltre soglia può trascorrere un intervallo di tempo lungo. Ciò in quanto, la soluzione adottata dal regolamento emittenti sospende l'obbligo di offerta all'atto dell'acquisto della partecipazione, rimandandolo al momento in cui la soglia possa considerarsi superata anche in termini di diritti di voto".

<sup>149</sup> ABRIANI, N., BARCELLONA, E., *Osservazioni al documento di consultazione "Proposte di modifica al regolamento emittenti in materia di voto plurimo"*, evidenziano come "il superamento da maggioranza non è mai interamente attivo, né mai interamente passivo: è attivo, poiché postula l'acquisto della partecipazione, nonché (soprattutto) l'iscrizione nell'elenco degli azionisti *loyal*; è altresì passivo, poiché postula pur sempre la condotta non-*loyal* di azionisti terzi che esula dalla sfera di controllo dell'azionista *loyal* [...] a rigore, il superamento della soglia da maggioranza non dovrebbe essere mai rilevante, giacché al momento dell'acquisto (e, quindi, in un momento antecedente alla decorrenza del *loyal vesting period*), l'acquirente non ha ancora conseguito una effettiva posizione di controllo, ma soltanto una chance eventuale di conseguirla (in relazione alla condotta *loyal/non-loyal* di azionisti terzi)". Di diverso avviso però CONSOB, *Proposta di modifiche al Regolamento emittenti in materia di voto plurimo Esiti della consultazione*, 23 dicembre 2014 che, nel difendere la scelta regolamentare, proprio con riferimento ai rilievi di Abriani e Barcellona, ha precisato che "né può condividersi l'assunto secondo cui il superamento da maggioranza sarebbe sempre passivo, poiché postulerebbe pur sempre la condotta non *loyal* di azionisti terzi che esula dalla sfera

caratterizzata, più che da un dolo diretto, da un dolo eventuale in termini di accettazione del rischio. In una simile situazione prevedere dei limiti temporali certi entro i quali contenere la rilevanza dell'acquisto sarebbe stato forse opportuno<sup>150</sup>.

### 1.5 Il superamento temporaneo

Alla luce delle problematiche più volte evidenziate connesse all'instabilità e mutevolezza dei parametri di riferimento per il computo delle soglie rilevanti ai fini OPA in presenza di voti maggiorati e del carattere involontario o semi-involontario dei superamenti, è stata

---

di controllo dell'azionista *loyal*. Tale affermazione sembrerebbe, in particolare, attribuire una forma di rilevanza anche al disinteresse degli azionisti non *loyal* verso la maggiorazione, presupponendo una valutazione sul comportamento di altri soggetti astrattamente possibile, ma certamente non attuale al momento in cui l'azionista *loyal* abbia superato la soglia”.

<sup>150</sup> Con riferimento al profilo temporale CONSOB, *Proposta di modifiche al Regolamento emittenti in materia di voto plurimo Esiti della consultazione*, 23 dicembre 2014, osserva come “gli acquisti di partecipazioni – in misura superiore alla soglia rilevante – posti in essere anteriormente alla piena operatività della maggiorazione del diritto di voto non possono rilevare, anche in assenza di una specifica previsione al riguardo, ai fini degli obblighi di offerta conseguenti al superamento della soglia di natura passiva, trattandosi di acquisti soggetti ad una diversa disciplina vigente al momento in cui essi sono stati posti in essere (alternativamente, obbligo di OPA ovvero esenzione)”. Tale precisazione non sembra tuttavia sufficiente esaustiva nell'ottica di far fronte a tutte le problematiche che potrebbero derivare dallo sfasamento temporale. Sul punto GUIZZI, G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Il Corriere giuridico*, 2/2015, 167 evidenzia appunto che “si corre il rischio di collegare l'obbligo ad acquisto di azioni che potrebbero essere anche assai risalenti nel tempo”.

prevista un'ulteriore esenzione dall'obbligo di OPA in presenza di superamenti solo temporanei.

Ed infatti, ai sensi dell'art. 49 1° comma lettera e) del Regolamento Emittenti, è possibile sottrarsi all'obbligo di OPA qualora, a fronte del superamento delle soglie, *“il soggetto si impegna a cedere a parti non correlate i titoli, ovvero ridurre i diritti di voto in eccedenza entro dodici mesi e a non esercitare i medesimi diritti”*<sup>151</sup>.

L'esenzione per superamento temporaneo potrebbe rappresentare una soluzione in ipotesi di OPA “differita” per aver il soggetto acquistato in precedenza una partecipazione al capitale divenuta rilevante ai fini OPA in un secondo momento con modalità semi-involontaria laddove non disponga delle risorse finanziarie necessarie per sostenere un'OPA totalitaria nello specifico momento – per lui imprevedibile – in cui se ne verificano i presupposti<sup>152</sup>.

---

<sup>151</sup> La disposizione continua prevedendo che “qualora a superare la soglia sia un soggetto abilitato al servizio di investimento previsto dall'articolo 1, comma 5, lettera c) del Testo unico che assume garanzia nell'ambito di un aumento di capitale ovvero di un'operazione di collocamento titoli, il termine per la cessione delle azioni in eccedenza è pari a diciotto mesi, fermo l'impegno a non esercitare i relativi diritti di voto”.

<sup>152</sup> MOSCA, C., *La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie opa*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 5, 2015, 882 rileva appunto che “l'imprevedibilità di questo evento può rendere assai difficile per l'offerente reperire in tempi rapidi le risorse finanziarie necessarie per adempiere all'obbligo di offerta. Un rimedio, alternativo all'annuncio dell'opa, sembra potersi trovare nel ricorso all'esenzione per superamenti della soglia di carattere temporaneo. L'offerente, che non intenda promuovere l'offerta, dovrà darne comunicazione al mercato non appena consapevole di aver oltrepassato la soglia rilevante in termini (anche) di diritti di voto, impegnandosi, da questo momento in avanti, a non esercitare i diritti eccedenti e a ridurli entro dodici mesi”.

Nelle more del “periodo di tolleranza” di dodici mesi, peraltro, il peso specifico della partecipazione potrebbe subire ulteriori mutamenti derivanti da comportamenti altrui riassetandosi sotto-soglia.

L’ambito di applicazione dell’esonazione in commento non è in ogni caso circoscritto alla sola ipotesi di superamenti semi-involontari, ben potendo operare anche in ipotesi di superamento all’esito di richiesta di maggiorazione da parte del soggetto stesso.

## **1.6 OPA obbligatoria e PMI**

Il Decreto Competitività, oltre alle modifiche ampiamente discusse, ha altresì introdotto nel nostro ordinamento la nozione di PMI quotate<sup>153</sup>, per le quali ha previsto un regime di favore, ispirato a criteri incentivanti e di semplificazione, anche sul fronte OPA.

In particolare: *i*) gli statuti possano introdurre una soglia OPA diversa dal trenta per cento, adattandola alle concrete esigenze dell’impresa e modulandola in base al grado di contendibilità che si intende perseguire, in ogni caso compresa tra il venticinque e il quaranta

---

<sup>153</sup> La nozione di PMI quotate è stata introdotta nel TUF appunto ad opera dell’art. 20 del D.L. n. 91 del 24.6.2014, conv. con mod. in L. 116/2014, e poi modificata dall’art. 1 del D.Lgs. n. 25 del 15.2.2016. Ai sensi dell’art. 1, 1° comma, lettera w quater del TUF per PMI si intendono “fermo quanto previsto dalle altre disposizioni di legge, le piccole e medie imprese, emittenti azioni quotate, il cui fatturato anche anteriormente all’ammissione alla negoziazione delle proprie azioni, sia inferiore a 300 milioni di euro, ovvero che abbiano una capitalizzazione di mercato inferiore ai 500 milioni di euro. Non si considerano PMI gli emittenti azioni quotate che abbiano superato entrambi i predetti limiti per tre anni consecutivi”.

per cento<sup>154</sup>; ii) non è previsto l'obbligo di OPA totalitaria a carico di coloro che, a seguito di acquisiti, vengano a detenere una partecipazione superiore alla soglia del venticinque per cento in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata; iii) statutariamente è

---

<sup>154</sup> Sul punto la relazione illustrativa al provvedimento, nel descrivere la ragioni dell'intervento, si esprime nei termini che seguono: "al fine di incentivare la quotazione delle piccole e medie imprese a proprietà familiare, si introduce per le PMI la facoltà di modificare in via statutaria, entro un intervallo prestabilito dalla legge, la soglia rilevante per le offerte pubbliche di acquisto ("OPA") obbligatorie di cui all'art. 106. Comma 1, del TUF. In particolare, l'obbligo di OPA successiva e totalitaria, previsto dal vigente art. 106 del TUF, consegue al superamento della soglia fissa del 30% con riferimento a tutte le società quotate indipendentemente dalla dimensione delle stesse. Il sistema a soglia unica per tutte le società, può irrigidire, in taluni casi, gli assetti proprietari con evidenti ripercussioni sul piano delle politiche di investimento. Con la modifica dell'art. 106 del TUF, le società che rientrano nella definizione di PMI possono individuare, con apposita clausola statutaria, la soglia più adeguata alle loro caratteristiche, individuata in un intervallo prestabilito. Ciò consentirebbe alle singole società la facoltà di diminuire/aumentare la loro contendibilità, in funzione delle specifiche esigenze. Le PMI potrebbero, pertanto, decidere di tutelarsi maggiormente contro il rischio di perdita del controllo attraverso la previsione di una soglia più bassa ovvero individuare una soglia più alta allo scopo di favorire l'ingresso nel capitale di altri soggetti". COSTI, R., VELLA, F., *Un'Opa a misura di impresa*, su [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info), ritengono che la novità normativa "proprio perché ispirata a criteri di flessibilità e valorizzazione dell'autonomia statutaria delle imprese, è da valutare positivamente. E anzi ci si può chiedere se il modello adottato per le Pmi non possa essere esteso a tutte le società quotate, sostituendo così le soglie obbligatorie previste dalla legge oggi vigente". Di diverso avviso e in chiave critica, proprio in risposta a Costi-Vella, BRAGANTINI, S., *Chi investe nelle Pmi se l'Opa è "à la carte"?*, il quale ritiene appunto che "la complicata modularità delle soglie Opa è un nuovo freno all'ingresso di investitori istituzionali nelle Pmi quotate".

possibile prevedere l'esenzione dall'OPA da consolidamento per un periodo massimo di cinque anni<sup>155</sup>.

Ai fini che qui rilevano, va evidenziato che, pur a fronte delle sostanziali differenze brevemente passate in rassegna, le soglie rilevanti ai fini OPA si computano con le stesse modalità fino ad ora descritte.

## **2. Il potenziamento del voto e la neutralizzazione**

La Direttiva 2004/25/CE del 21 aprile 2004, meglio nota come Direttiva OPA, ha introdotto una serie di meccanismi atti a disciplinare le “misure difensive” in caso di OPA ostile, laddove per misure difensive deve intendersi “*ogni decisione, operazione o clausola statutaria che sia in grado di rendere più costosa, difficile o impossibile*”

---

<sup>155</sup> Con riferimento alla disciplina dell'OPA da consolidamento la relazione illustrativa evidenzia che la possibilità di inserire un *grace period* negli statuti delle PMI risponde alla finalità di consentire agli azionisti di controllo in fase di IPO di collocare “più del 50% del capitale sul mercato, aumentando la liquidità delle azioni; allo stesso tempo mantengono la possibilità di riacquistare la quota di controllo di diritto nell'arco del quinquennio successivo alla quotazione, senza incorrere nell'obbligo di OPA”. Il Presidente della Consob Giuseppe Vegas nell'audizione del 2 luglio 2014 al Senato della Repubblica – Commissioni riunite 10° (industria, commercio, turismo) e 12° (territorio, ambiente, beni ambientali) ha sottolineato come “occorre notare che i vari strumenti sopra descritti e cioè le azioni a voto maggiorato, la libertà di modulare la soglia dell'OPA e la possibilità di eliminare l'OPA da consolidamento, possano coesistere tra loro dando vita ad un menù di opzioni potenzialmente in grado di vincere la ritrosia delle PMI nazionali, tipicamente a controllo familiare, ad accedere al mercato dei capitali”.

*un'opa in corso o i tentativi di scalata che in futuro dovessero essere intrapresi su una società*"<sup>156</sup>.

Al riguardo si è soliti distinguere tra misure difensive “preventive”, nel cui novero rientrano anche le clausole statutarie che possono avere l'effetto di bloccare o rendere più difficoltosa una futura OPA, e misure “successive”, consistente nelle decisioni e strategie adottate ad hoc dalla società per contrastare un'OPA ostile<sup>157</sup>.

La Direttiva, nell'ottica di favorire la contendibilità delle società, ha introdotto la c.d. regola di neutralizzazione con riferimento alle misure preventive e la c.d. regola di passività con riferimento alle misure successive.

La regola di neutralizzazione o *breakthrough rule* consiste nel rendere inoperanti tutte le previsioni statutarie e parasociali in grado di ostacolare il buon esito dell'OPA. In sostanza limitazioni alla circolazione delle azioni non saranno opponibili all'offerente e nell'assemblea chiamata a decidere su misure difensive non avranno effetto le restrizioni al diritto di voto statutariamente previste e gli eventuali voti plurimi verranno sterilizzati<sup>158</sup>.

La regola di passività o *passivity rule* invece prevede che gli amministratori della società *target* debbano astenersi dal compiere atti

---

<sup>156</sup> Così MUCCIARELLI, F., *Il principio di reciprocità nella direttiva comunitaria sull'opa*, in *Giurisprudenza commerciale*, 6, 2005, 837.

<sup>157</sup> Sul punto sempre Così MUCCIARELLI, F., *Il principio di reciprocità nella direttiva comunitaria sull'opa*, in *Giurisprudenza commerciale*, 6, 2005, 837.

<sup>158</sup> Sulla regola di neutralizzazione MAGLIANO, R., *La regola di neutralizzazione e le deviazioni dal principio di proporzionalità tra rischio e potere: ancora dubbi sulla compatibilità comunitaria dei poteri speciali nell'ordinamento italiano*, in *Rivista del commercio internazionale*, 2010, 61.

operazioni idonei a contrastare l'offerta<sup>159</sup>, salvo che abbiano acquisito una previa autorizzazione da parte dell'assemblea, onde consentire agli azionisti di decidere le sorti dell'offerta<sup>160</sup>.

Tuttavia, all'esito di un inevitabile compromesso, il legislatore comunitario non è stato in grado di imporre nessuna delle due regole e si è semplicemente limitato ad individuare a carico degli Stati membri l'obbligo di consentire alle società di prevederle statutariamente (c.d.

---

<sup>159</sup> Come riportato da ASSONIME, *Le modifiche alla disciplina sull'opa: regola di passività, regola di neutralizzazione e reciprocità (decreto anti-crisi n. 185 del 29 novembre 2008)*, Circolare n. 18 del 15 aprile 2009, reperibile su [www.assonime.it](http://www.assonime.it), la Consob "ha individuato alcune categorie di atti che rientrerebbero nella definizione. Una prima categoria comprende gli atti che puntano a incrementare il costo necessario per ottenere il quantitativo di adesioni che l'offerente intende raggiungere: in tale ambito rientrano le operazioni di aumento di capitale, di conversione in azioni con diritto di voto di altri strumenti finanziari. Una seconda categoria è quella dei comportamenti volti a mutare, anche con effetto differito, le caratteristiche patrimoniali e aziendali della società oggetto di acquisto: mutano le caratteristiche patrimoniali atti come le cessioni di beni e altre componenti dell'attivo; le operazioni di fusione e scissione; atti che incrementino il peso dell'indebitamento finanziario sul bilancio della società. In una terza categoria possono farsi rientrare comportamenti di disturbo volti a rendere difficile la possibilità che l'offerente raggiunga realmente l'obiettivo perseguito: in tale area rientra, ad esempio, la promozione di un'offerta contraria sulle azioni dell'offerente o di una sua controllata; possono ugualmente considerarsi operazioni di disturbo le operazioni che rendono estremamente costoso per il nuovo controllante esercitare, dopo il buon esito dell'offerta, atti tipici del socio di controllo, come il riconoscimento agli amministratori in carica di diritti particolari in caso di loro sostituzione".

<sup>160</sup> Sulla *passivity rule* MAGLIANO, R., *Le alterne vicende della disciplina italiana della passivity rule*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto delle obbligazioni*, 2010, 1001.



*opt-in* statuario), seppur opportunamente temperate dal principio di reciprocità<sup>161</sup>.

Ciononostante l'Italia aveva in un primo momento reso obbligatorie entrambe le regole, divenute poi opzionali<sup>162</sup> a seguito delle modifiche apportate alla disciplina dell'OPA dal c.d. Decreto anti-crisi del 2008<sup>163</sup>.

All'esito delle modifiche apportate al TUF dal Decreto Competitività è stata introdotta una specifica all'art. 104 *bis* del TUF che disciplina, appunto, la regola di neutralizzazione, al fine di chiarire che la neutralizzazione, ove statutariamente prevista, colpirà non solo i voti plurimi ma anche le maggiorazioni del voto attribuite ai sensi dell'art. 127 *quinquies*.

Al riguardo non si può evitare di rilevare che, mentre la sterilizzazione dei voti plurimi era imposta in sede di neutralizzazione

---

<sup>161</sup> La Direttiva consente infatti agli Stati di esonerare le società dall'applicazione delle regole di neutralizzazione e di passività se le loro azioni sono oggetto di un'offerta da parte di una società che non applica le stesse misure. Il nostro legislatore ha recepito la clausola di reciprocità all'art. 104 ter del TUF.

<sup>162</sup> COSTI, R., VELLA, F., *Un'Opa a misura di impresa*, su [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info) mettono in luce il ruolo fondamentale degli statuti nel definire il grado di contendibilità delle società rilevando come si possano “rendere meno contendibili le società quotate, disapplicando la *passivity rule* e non applicando la regola di neutralizzazione”.

<sup>163</sup> D.L. 185 del 29 novembre 2008 conv. con mod. in L. n. 2 del 28 gennaio 2009. Sulle novità del Decreto anti-crisi in materia di OPA v. ASSONIME, *Le modifiche alla disciplina sull'opa: regola di passività, regola di neutralizzazione e reciprocità (decreto anti-crisi n. 185 del 29 novembre 2008)*, Circolare n. 18 del 15 aprile 2009, reperibile su [www.assonime.it](http://www.assonime.it). La *passivity rule* è contenuta nell'art. 104 del TUF rubricato “Difese” mentre la regola di neutralizzazione è disciplinata dall'art. 104 bis del TUF. Qualora l'offerta abbia avuto esito positivo, l'offerente è tenuto a corrispondere un equo indennizzo per l'eventuale pregiudizio patrimoniale subito dai titolari dei diritti che l'applicazione della regola di neutralizzazione abbia reso non esercitabili.

dalla Direttiva comunitaria, lo stesso non può dirsi per la maggiorazione del voto, tant'è che in Francia, come si è avuto modo di rilevare, la dottrina è concorde nel ritenere che le *loyalty shares* siano fuori dal campo di applicazione della Direttiva OPA. Cionondimeno, il legislatore italiano, pur non essendo obbligato, ha deciso di ricomprendere anche la maggiorazione del voto nella neutralizzazione.

### 3. Trasparenza e assetti proprietari

Al fine di garantire effettività alle disposizioni del TUF in materia di assetti proprietari, il legislatore ha adottato una nozione “sostanzialistica” di capitale, al pari della nozione “sostanzialistica” di partecipazione adottata a fini OPA che si è avuto modo di esaminare, onde attribuire rilevanza al possesso e/o alla variazione dei soli diritti di voto, pur a fronte di un immutato possesso azionario.

Ed infatti il 1° comma dell'art. 120 TUF chiarisce che, nell'applicazione delle disposizioni dedicate alle partecipazioni rilevanti, alle partecipazioni reciproche e ai patti parasociali, “*per capitale di società per azioni si intende quello rappresentato da azioni con diritto di voto. Nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, per capitale si intende il numero complessivo dei diritti di voto*”. Il medesimo articolo attribuisce alla Consob il compito di stabilire i criteri di calcolo delle partecipazioni nelle ipotesi di maggiorazione dei diritti di voto<sup>164</sup>.

La Consob ha esercitato la delega regolamentare e, in sede di modifica del Regolamento Emittenti – oltre ad avere introdotto un

---

<sup>164</sup> Cfr. art. 120, 4° comma, lettera b), TUF.

ulteriore e generico obbligo di trasparenza in capo all'emittente in ordine alla comunicazione, con cadenza mensile, al pubblico e alla Consob l'ammontare complessivo dei diritti di voto<sup>165</sup> – si è trovata ad affrontare sostanzialmente due problematiche, entrambe determinate dall'evidenziata mutevolezza e instabilità del numero dei diritti di voto attribuiti a ciascun soggetto, anche per cause connesse a condotte di terzi.

Era infatti indispensabile, da una parte, predeterminare un riferimento temporale certo per l'individuazione dei diritti di voto rilevanti ai fini delle comunicazioni richieste e, dall'altra, affrontare la delicata tematica degli eventuali superamenti passivi a seguito di alienazione di partecipazioni o rinunce alla maggiorazione da parte di altri soci.

Quanto al profilo temporale, è stato stabilito che la comunicazione delle partecipazioni rilevanti dovrà essere effettuata tempestivamente e comunque entro quattro giorni di negoziazione dalla conoscenza della

---

<sup>165</sup> Cfr. art 85 bis comma 4 bis del Regolamento Emittenti, il cui testo è già riportato in nt. 98. La C, reperibile su [www.consob.it](http://www.consob.it), ha osservato come “l'introduzione di tale obbligo di comunicazione da parte dell'emittente corrisponde ad un livello di regolamentazione minima, tenuto conto di quanto previsto dall'articolo 15 della Direttiva Transparency, ai sensi del quale “lo Stato membro d'origine prescrive almeno che l'emittente comunichi al pubblico il totale dei diritti di voto e del capitale alla fine di ciascun mese di calendario durante il quale si è verificato un aumento o una diminuzione di tale totale”, e, peraltro, dall'esigenza di non gravare le società e gli azionisti di oneri maggiori di quanto non sia strettamente necessario ai fini del rispetto degli obblighi di trasparenza in materia di assetti proprietari. La pubblicazione di tale informativa ad ogni occasione di aumento o riduzione del numero complessivo dei diritti di voto comporterebbe, per la società emittente, un obbligo di trasparenza anche in presenza di oscillazioni quantitativamente marginali e non significative, nonché, per i singoli azionisti, un obbligo di monitoraggio e aggiornamento costante delle partecipazioni già dichiarate”.

successiva pubblicazione del numero complessivo dei diritti di voto effettuata dall'emittente ai sensi dell'art. 85 *bis* comma 4 *bis* del Regolamento Emittenti<sup>166</sup>. Bisognerà quindi tenere in considerazione la situazione di volta in volta cristallizzata dalla comunicazione dell'emittente, cui sarà necessario far riferimento sia da un punto di vista temporale sia per ciò che concerne i dati ivi riportati che, in caso di oscillazioni passive o comunque legate alla maggiorazione dei propri voti ma in relazione al possesso altrui, possono non essere noti al socio fino al momento della pubblicazione ex art. 85 *bis*<sup>167</sup>.

---

<sup>166</sup> Ai sensi dell'art. 121 comma 1 bis del Regolamento Emittenti “nei casi di superamento delle soglie indicate dall'articolo 117, comma 1, o di riduzione al di sotto delle stesse, conseguenti alla maggiorazione del diritto di voto o alla rinuncia alla stessa, la comunicazione è effettuata tempestivamente e comunque entro quattro giorni di negoziazione dalla conoscenza della successiva pubblicazione del numero complessivo dei diritti di voto ai sensi dell'articolo 85-*bis*, comma 4-*bis*”.

<sup>167</sup> La CONSOB, *Proposta di modifiche al Regolamento emittenti in materia di voto plurimo Esiti della consultazione*, 23 dicembre 2014 reperibile su [www.consob.it](http://www.consob.it), osserva appunto come tale soluzione consenta “di cristallizzare e storicizzare ad una data specifica il numero dei diritti di voto sulla cui base calcolare la partecipazione rilevante ai fini degli obblighi di comunicazione al mercato e ai fini dell'attivazione dell'obbligo di OPA”. La Consob evidenzia inoltre che, anche nei casi in cui il superamento o la riduzione della partecipazione sia conseguenza della maggiorazione o della rinuncia alla maggiorazione dei propri voti, in ogni caso il socio interessato non potrà avere contezza della rilevanza della variazione rispetto alle soglie in quanto, ai fini del calcolo, “il denominatore terrà conto del numero complessivo dei diritti di voto a seguito della maggiorazione o rinuncia”. Si tratta quindi di “un'informativa non disponibile all'azionista (tenuto conto che questi conosce l'ammontare complessivo dei diritti di voto precedentemente comunicato dalla società ma non ancora aggiornato)” fino al momento della pubblicazione della dichiarazione aggiornata da parte dell'emittente. Prima di tale momento non potrà quindi sorgere alcun obbligo di comunicazione. La Consob ha però precisato che, laddove il superamento o la riduzione sia conseguente ad acquisto o vendita di azioni, “l'obbligo

Quanto invece alle oscillazioni di natura meramente passiva, è stata opportunamente introdotta un'esenzione dalle comunicazioni delle variazioni, in aumento o in diminuzione, entro un *range* inizialmente fissato nel 2% e attualmente pari al 3%<sup>168</sup>.

---

dovrà essere assolto alla data in cui l'operazione è posta in essere, calcolando al denominatore il numero complessivo dei diritti di voto da ultimo comunicati dall'emittente”.

<sup>168</sup> Cfr. Art. 117, 2° comma del Regolamento Emittenti. La percentuale del 2% è stata sostituita con la percentuale 3% con delibera n. 19614 del 26.5.2016. La CONSOB, *Documento di consultazione Proposte di modifica al Regolamento emittenti in materia di voto plurimo*, 5 novembre 2014, reperibile su [www.consob.it](http://www.consob.it) ha chiarito che “la ratio della semplificazione muove dalla necessità di contemperare gli obblighi di trasparenza degli assetti proprietari, in presenza di variazioni del denominatore su cui va calcolata la partecipazione rilevante, con quella, parimenti meritevole di tutela, di non imporre maggiori oneri di monitoraggio e *compliance* in capo a coloro che operano nel mercato”.

## CONCLUSIONI

Incentivare la quotazione, scoraggiare gli speculatori di breve periodo premiando gli azionisti fedeli, contrastare la *corporate mobility*, dare sollievo alle casse statali, accrescere la trasparenza del mercato del controllo societario: queste le finalità, più o meno dichiarate, del voto multiplo.

Come spesso accade, però, istituti “di punta” sui quali si ripongono grandi aspettative non sono recepiti dagli operatori economici nel modo atteso.

Con riguardo al voto multiplo, dall’analisi dei dati diffusi dalla Consob risulta che a oggi solo 26 società quotate<sup>169</sup> hanno introdotto la maggiorazione del voto (si veda l’appendice al presente lavoro)<sup>170</sup>.

Nonostante gli ampi margini concessi dall’art. 127 *quinquies* del TUF, le società “pioniere” non si sono discostate in modo significativo dalla disciplina di *default*.

In primo luogo, sebbene in dottrina non ci si sia, per lo più, mostrati contrari a una maggiorazione frazionata, nessuna delle 26

---

<sup>169</sup> Si tratta, nello specifico, delle seguenti società: Amplifon S.p.A., Astaldi S.p.A., Cairo Communication, Carraro S.p.A., Centrale del Latte d’Italia, Class Editori S.p.A., Cofide S.p.A., Conafi Prestito S.p.A., Davide Campari – Milano S.p.A., Dea Capital S.p.A., Diasorin S.p.A., Exprivia S.p.A., Gruppo Waste italia S.p.A., Hera Sp.A., Intek Group S.p.A., Iren S.p.A., Landi Renzo S.p.A., Maire Tecnimont S.p.A., Nice S.p.A., Openjobmetis S.p.A., Poligrafica San Faustino S.p.A., Sabaf S.p.A., Saes Getters S.p.A., Technogym S.p.A., Ternienergia S.p.A., Zignago Vetro S.p.A. Solo tre di queste società hanno beneficiato del regime transitorio, temporalmente definito, previsto per la sua introduzione con *quorum* agevolato.

<sup>170</sup> Non è stato invece possibile esaminare l’incidenza del voto plurimo nelle società chiuse a causa della difficoltà nel reperimento dei dati, soprattutto di carattere dinamico.

società ha adottato soluzioni diverse dal voto doppio. In tutti gli statuti esaminati, quindi, la regola è “*one share – two votes*”.

Analogo allineamento al dettato normativo si registra con riferimento alla durata del *vesting period*, che in tutti i casi corrisponde al minimo legale di ventiquattro mesi. In due soli statuti, ai fini del decorso del periodo di fedeltà necessario a maturare il beneficio, è stato ammesso il computo anche del possesso azionario anteriore all'introduzione della clausola.

Tutte le società coinvolte hanno confermato la conservazione del beneficio nei tre casi previsti di *default* dal legislatore (trasferimento *mortis causa*, fusione e scissione, azioni di nuova emissione in caso di aumento gratuito di capitale), aggiungendo però l'ulteriore ipotesi opzionale con riferimento alle azioni emesse a seguito di aumento di capitale a pagamento. Due società hanno previsto la conservazione della maggioranza anche per effetto del trasferimento, a titolo gratuito, delle azioni finalizzato alla costituzione e/o dotazione di un trust, di un fondo patrimoniale o di una fondazione di cui lo stesso trasferente o gli eredi legittimi siano beneficiari nonché per effetto del trasferimento in virtù di un patto di famiglia.

Tutti gli statuti hanno previsto il computo della maggioranza anche per la determinazione dei *quorum* costitutivi e deliberativi, ad eccezione di uno (Intek Group S.p.a.) che lo esclude nelle delibere di autorizzazione assembleare statutariamente previste.

Un solo statuto (Hera S.p.a.) prevede una maggioranza non generalizzata ma limitata a specifici argomenti<sup>171</sup>.

---

<sup>171</sup> Nello specifico la maggioranza è prevista per le seguenti delibere: modifica della clausola statutaria che disciplina la maggioranza stessa, nomina e/o revoca del consiglio di amministrazione o di suoi membri e del collegio sindacale o di suoi membri.

Alla prova dei fatti, il voto potenziato non è stato accolto con l'entusiasmo previsto e gli statuti che si sono cimentati col nuovo istituto lo hanno fatto con una certa cautela senza discostarsi dalle scelte “suggerite” dal legislatore. Due società però – che su un campione di 26 non sono poi così scarsamente rappresentative – hanno adottato soluzioni “personalizzate” sul versante della conservazione della maggiorazione, accomunando ai trasferimenti *mortis causa* quelli *inter vivos* a titolo gratuito finalizzati a dare continuità ai patrimoni familiari. Ciò a riprova del fatto che nel nostro Paese esiste una certa sensibilità nei confronti delle situazioni di continuità soggettiva “allargata”, intesa come continuità di patrimoni facenti capo a un medesimo agglomerato familiare, che induce a sperimentare soluzioni dettate da un'interpretazione quantomeno elastica del dato normativo.

In termini di diffusione, sarà peraltro necessario verificare la concreta fisionomia che le s.p.a. ex banche popolari intenderanno assumere, posto che il voto potenziato – è stato da più parti sottolineato<sup>172</sup> – potrebbe rappresentare lo strumento offerto agli statuti per garantire il mantenimento dei pregressi equilibri pur a fronte della forzosa modifica dello schema organizzativo, per il momento rinviata

---

<sup>172</sup> COSTI, F., VELLA, F., *Luci e ombre sul voto maggiorato*, disponibile su [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info). Perplexità sollevata anche dal Presidente della Consob VEGAS, G., *Audizione nell'ambito dell'esame del disegno di legge C. 2844, di conversione del decreto-legge n. 3 del 2015, recante misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti (Decreto Banche Popolari)*, reperibile su [www.consob.it](http://www.consob.it).



in attesa della decisione della Corte Costituzionale<sup>173</sup>, a scapito dell'esigenza di favorire l'apertura del capitale del banche<sup>174</sup>.

Certo è che, al di là di quanto dichiarato da Fiat, l'impossibilità di utilizzare meccanismi di incentivazione per gli azionisti *loyal* in termini di rafforzamento del voto non era una problematica poi così pressante per le imprese italiane, tant'è che, nonostante *medio tempore* il legislatore abbia "accontentato" il mercato introducendo la maggiorazione del voto, ciò non ha impedito alla Ferrari di replicare il medesimo schema di FCA. Verosimilmente, quindi, le ragioni sottese a entrambe le operazioni erano anche di diversa natura e, se è vero che l'ordinamento italiano ha subito gli effetti del *forum shopping*, non è detto che questo sia effettivamente avvenuto per *deficit* di regolamentazione direttamente connessi al diritto societario.

D'altro canto, la portata innovativa del voto multiplo, di sicuro ampia in termini astratti, se correttamente contestualizzata, non è così dirompente. In concreto, il potenziamento del voto consente di giungere a risultati non dissimili rispetto a quelli ottenibili mediante altri strumenti, già noti al diritto societario. Effettivamente innovativo è invece l'effetto della combinazione tra vecchi e nuovi CEMs che, nell'ipotesi più estrema di utilizzo massimo del moltiplicatore della leva azionaria (sul versante tanto del potenziamento, quanto della soppressione del voto), concretizza la possibilità che con una frazione di capitale del 12,5%+1 si ottenga il controllo di diritto della società.

---

<sup>173</sup> Il termine per la trasformazione societaria era stato fissato per il 27 dicembre 2016. Il Consiglio di Stato, con ordinanza 5277/16, ha tuttavia rimesso alla Consulta delle questioni di legittimità costituzionale e ha precisato che il termine resterà sospeso fino all'ordinanza cautelare che verrà emessa solo all'esito della pronuncia della Corte Costituzionale.

<sup>174</sup> MILANI, C., *Il capitale bancario che fa la differenza*, reperibile su [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info).

Pur non essendo trascorso un lasso di tempo sufficiente per trarre conclusioni che possano in qualche modo assumere il carattere della stabilità – se non della definitività – si può ipotizzare in prima battuta che la scarsa diffusione del voto potenziato vada attribuita alla fisiologica diffidenza nei confronti di istituti giuridici nuovi e non sperimentati.

Coglie forse più nel segno, però, la considerazione che il mercato italiano sembra voler restare fedele, almeno per il momento, al capitalismo di relazione – che si cela dietro accordi parasociali e intrecci societari – di sicuro più opaco rispetto a meccanismi direttamente incidenti sul diritto di voto, ma di difficile eradicamento.

Infine (e d'altra parte), il voto multiplo, nella sua declinazione di voto maggiorato, presenta delle criticità che ne ostacolano la diffusione: l'aver escluso il diritto di recesso a fronte dell'introduzione della clausola di maggiorazione, oltre a essere difficilmente "spiegabile" in termini di sistema, lede fortemente i diritti della minoranza soprattutto in un contesto normativo nel quale, all'esito della riforma del 2003, si era puntato molto sull'*exit* quale strumento di tutela. È quindi inevitabile che l'esclusione del recesso accresca la diffidenza degli investitori nei confronti di questo meccanismo, al quale vengono attribuiti un disvalore e un *vulnus* reputazionale forse anche maggiori rispetto agli effetti lesivi che è in grado di generare in concreto.

Vi è poi la diffidenza strutturale che da sempre connota l'atteggiamento degli investitori istituzionali nei confronti dei meccanismi di *disproportional ownership*, che può aver negativamente influenzato – e continuare a influenzare in futuro – la diffusione del voto maggiorato. Non sembra infatti un caso che le grandi società a partecipazione pubblica, nonostante l'iniziale fermento, abbiano per il

momento preferito non utilizzare la maggiorazione, che pure avrebbe potuto favorire ulteriori dismissioni (e relative entrate dello Stato) senza perdita del controllo. Il legislatore italiano non si è del resto sentito di adottare d'imperio il voto doppio legale, introdotto invece in Francia nel 2014 con la *Loi Florange*, che avrebbe consentito la maggiorazione automatica dei voti degli azionisti *loyal*, così superando la necessità di procedere ad una modifica statutaria. Del resto, questo automatismo sarebbe tanto più risultato invisibile agli investitori istituzionali e non solo, ancor più che agli investitori *retail*, innescando il rischio di una fuga di capitali.

È evidente, quindi, che l'introduzione da parte di una società quotata del voto maggiorato "in corsa" e senza attribuzione del diritto di recesso ai dissenzienti non può essere indolore, il che si traduce in un elemento direttamente incidente, in negativo, anche sul prezzo dei titoli. In quest'ottica le imprese possono dunque continuare a preferire l'utilizzo di tecniche più collaudate e meno limpide alle quali il mercato però è, tutto sommato, assuefatto.

Conclusioni diverse sembrano invece valide per le azioni a voto plurimo, le quali, sulla base del modello americano, verranno emesse ante quotazione. Una società che si presenti al mercato con una struttura finanziaria già impostata sul modello *dual class* non potrà infatti generare le stesse esternalità negative sul versante reputazionale di una società il cui capitale di controllo decida di introdurre in un secondo momento la maggiorazione, cambiando le regole del gioco a partita iniziata e ingabbiando le minoranze in un contesto invisibile.

In definitiva, le azioni a voto plurimo non hanno ragione giustificatrice né dichiarata né facilmente ricostruibile. Ma sembrano dotate di caratteristiche strutturali idonee a renderle appetibili anche ai fini di una successiva quotazione senza, forse, risultare particolarmente

avverse al mercato. Lo stesso non può dirsi per il voto maggiorato, che presenta delle zone d'ombra alle quali va verosimilmente attribuito lo scarso successo fin qui riscontrabile.

Paradossalmente, forse più le azioni a voto plurimo che la maggiorazione di voto, valicando le prime i confini delle società chiuse alle quali paiono indirizzate, potranno in futuro assumere un rilievo significativo con riguardo alle quotate, almeno se, come sembra, riusciranno a contemperare le esigenze delle emittenti con quelle degli investitori, specie istituzionali.

## **TAVOLE SINOTTICHE**

**Amplifon S.p.A**  
(delibera del 29 gennaio 2015)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non possibile
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Entro il giorno 15 del mese successivo alla richiesta
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	Sì Regola della <i>record date</i>
<b>Rinuncia</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte
<b>Conservazione</b>	<i>Mortis Causa</i> sì
	Fusione/Scissione      sì
	Aumento gratuito di capitale      sì
	Aumento a pagamento di capitale      sì
<b>Quorum</b>	La maggiorazione si computa per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi

**Astaldi S.p.A**  
(delibera del 29 gennaio 2015)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non possibile
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Trimestrale (1° marzo, 1° giugno, 1° settembre e 1° dicembre). Le richieste di iscrizione intervenute tra un periodo e l'altro vengono prese in considerazione solo allo scadere del trimestre.
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	No, necessaria la presentazione di apposita dichiarazione
<b>Rinuncia</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte Possibilità di richiedere nuova iscrizione
<b>Conservazione</b>	<i>Mortis Causa</i> sì
	<i>Fusione/Scissione</i> sì
	<b>Aumento gratuito di capitale</b> sì
	<b>Aumento a pagamento di capitale</b> sì
<b>Quorum</b>	La maggiorazione si computa per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi

**Cairo Communication S.p.A**  
(delibera del 18 luglio 2016)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non possibile
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	No, necessaria la presentazione di apposita dichiarazione Valida dopo l'aggiornamento e comunque non oltre la record date
<b>Rinuncia</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte Prevista la possibilità di nuova richiesta
<b>Conservazione</b>	<i>Mortis Causa</i> sì
	<b>Fusione/Scissione</b> sì
	<b>Aumento gratuito di capitale</b> sì
	<b>Aumento a pagamento di capitale</b> sì
<b>Quorum</b>	La maggiorazione si computa per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi



**Carraro S.p.A**  
(delibera del 15 aprile 2016)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi								
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non possibile								
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese								
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	No, necessaria la presentazione di apposita dichiarazione Vale dal quinto giorno di mercato aperto del mese successivo a quello di maturazione del requisito dall'iscrizione nell'elenco speciale Regola della <i>record date</i>								
<b>Rinuncia</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte ma può essere nuovamente richiesta								
<b>Conservazione*</b>	<table border="1" style="width: 100%;"> <tr> <td><b><i>Mortis Causa</i></b></td> <td><i>sì</i></td> </tr> <tr> <td><b>Fusione/Scissione</b></td> <td><i>sì</i></td> </tr> <tr> <td><b>Aumento gratuito di capitale</b></td> <td><i>sì</i></td> </tr> <tr> <td><b>Aumento a pagamento di capitale</b></td> <td><i>sì</i></td> </tr> </table>	<b><i>Mortis Causa</i></b>	<i>sì</i>	<b>Fusione/Scissione</b>	<i>sì</i>	<b>Aumento gratuito di capitale</b>	<i>sì</i>	<b>Aumento a pagamento di capitale</b>	<i>sì</i>
<b><i>Mortis Causa</i></b>	<i>sì</i>								
<b>Fusione/Scissione</b>	<i>sì</i>								
<b>Aumento gratuito di capitale</b>	<i>sì</i>								
<b>Aumento a pagamento di capitale</b>	<i>sì</i>								
<b>Quorum</b>	La maggiorazione si computa per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi								

\* la maggiorazione del diritto di voto si conserva anche per effetto del trasferimento, a titolo gratuito, in forza di un patto di famiglia ovvero

per effetto di un trasferimento a titolo gratuito per la costituzione e/o dotazione di un trust, di un fondo patrimoniale o di una fondazione di cui lo stesso trasferente o i di lui eredi legittimari siano beneficiari. In tali casi, si conserva, altresì, l'anzianità maturata con riferimento all'iscrizione nell'Elenco Speciale.

**Centrale del latte d'Italia S.p.A**  
(delibera del 29 gennaio 2015)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi	
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non possibile	
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Trimestrale (1° marzo, 1° giugno, 1° settembre e 1° dicembre)	
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	No, necessaria la presentazione di apposita dichiarazione Vale solo dopo l'aggiornamento dell'Elenco	
<b>Rinuncia</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte	
<b>Conservazione</b>	<b>Mortis Causa</b>	<i>sì</i>
	<b>Fusione/Scissione</b>	<i>sì</i>
	<b>Aumento gratuito di capitale</b>	<i>sì</i>
	<b>Aumento a pagamento di capitale</b>	<i>sì</i>
<b>Quorum</b>	La maggiorazione si computa per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi	

**Class Editori S.p.A**  
(delibera del 30 aprile 2015)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non possibile
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Mensile
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	No, necessaria la presentazione di apposita dichiarazione Vale dal primo giorno lavorativo del mese successivo al raggiungimento del requisito
<b>Rinuncia</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte Prevista la possibilità di nuova richiesta
<b>Conservazione</b>	<i>Mortis Causa</i> sì
	<b>Fusione/Scissione</b> sì
	<b>Aumento gratuito di capitale</b> sì
	<b>Aumento a pagamento di capitale</b> sì
<b>Quorum</b>	La maggiorazione si computa per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi

**COFIDE – Gruppo De Benedetti S.p.A**  
(delibera del 24 aprile 2015)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non possibile
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Entro il primo giorno lavorativo di ogni mese
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	No, necessaria la presentazione di apposita dichiarazione Vale dal primo giorno del mese successivo al raggiungimento del requisito
<b>Rinuncia</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte Prevista la possibilità di nuova richiesta
<b>Conservazione</b>	<i>Mortis Causa</i> <i>sì</i>
	<i>Fusione/Scissione</i> <i>sì</i>
	<b>Aumento gratuito di capitale</b> <i>sì</i>
	<b>Aumento a pagamento di capitale</b> <i>sì</i>
<b>Quorum</b>	La maggiorazione si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi

**Conafi prestitò S.p.A**  
(delibera del 27 luglio 2016)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non possibile
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Trimestrale (31 marzo, 30 giugno, 30 settembre e 31 dicembre) e in ogni caso entro la record date
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	No, necessaria la presentazione di apposita dichiarazione Valida entro la prima data utile dopo l'aggiornamento
<b>Rinuncia</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte Prevista la possibilità di una nuova richiesta
<b>Conservazione</b>	<i>Mortis Causa</i> sì
	<b>Fusione/Scissione</b> sì
	<b>Aumento gratuito di capitale</b> sì
	<b>Aumento a pagamento di capitale</b> sì
<b>Quorum</b>	La maggiorazione si computa per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi

**Davide Campari - Milano S.p.A**  
(delibera del 10 marzo 2015)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi								
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non possibile								
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese di calendario								
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	Sì								
<b>Rinuncia*</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte								
<b>Conservazione</b>	<table border="1"> <tr> <td><i>Mortis Causa</i></td> <td>sì</td> </tr> <tr> <td><b>Fusione/Scissione</b></td> <td>sì</td> </tr> <tr> <td><b>Aumento gratuito di capitale</b></td> <td>sì</td> </tr> <tr> <td><b>Aumento a pagamento di capitale</b></td> <td>sì</td> </tr> </table>	<i>Mortis Causa</i>	sì	<b>Fusione/Scissione</b>	sì	<b>Aumento gratuito di capitale</b>	sì	<b>Aumento a pagamento di capitale</b>	sì
<i>Mortis Causa</i>	sì								
<b>Fusione/Scissione</b>	sì								
<b>Aumento gratuito di capitale</b>	sì								
<b>Aumento a pagamento di capitale</b>	sì								
<b>Quorum</b>	La maggiorazione si computa per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi								

\* Se la rinuncia è parziale, si cancellano le azioni iscritte con data più recente.

**Dea Capital S.p.A**  
(delibera del 17 aprile 2015)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non possibile
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese ed in ogni caso entro la <i>record date</i>
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	No, necessaria la presentazione di apposita dichiarazione Vale dal quinto giorno di mercato aperto del mese successivo a quello del decorso del periodo rilevante dall'iscrizione nell'elenco speciale
<b>Rinuncia</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte Espressamente prevista la possibilità di nuova richiesta
<b>Conservazione</b>	<i>Mortis Causa</i> sì
	<b>Fusione/Scissione</b> sì
	<b>Aumento gratuito di capitale</b> sì
	<b>Aumento a pagamento di capitale</b> sì
<b>Quorum</b>	La maggiorazione si computa per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi



**Diasorin S.p.A**  
(delibera del 28 aprile 2016)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non possibile
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	No, necessaria la presentazione di apposita dichiarazione Vale dal quinto giorno di mercato aperto del mese successivo a quello della maturazione del diritto
<b>Rinuncia</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte Espressamente prevista la possibilità di una nuova richiesta
<b>Conservazione</b>	<i>Mortis Causa</i> <i>sì</i>
	<i>Fusione/Scissione</i> <i>sì</i>
	<b>Aumento gratuito di capitale</b> <i>sì</i>
	<b>Aumento a pagamento di capitale</b> <i>sì</i>
<b>Quorum</b>	La maggiorazione si computa per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi

**Exprivia S.p.A**  
(delibera del 18 dicembre 2015)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi								
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non possibile								
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese								
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	No, necessaria la presentazione di apposita dichiarazione								
<b>Rinuncia</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte								
<b>Conservazione *</b>	<table border="1"> <tr> <td><i>Mortis Causa</i></td> <td><i>sì</i></td> </tr> <tr> <td><b>Fusione/Scissione</b></td> <td><i>sì</i></td> </tr> <tr> <td><b>Aumento gratuito di capitale</b></td> <td><i>sì</i></td> </tr> <tr> <td><b>Aumento a pagamento di capitale</b></td> <td><i>sì</i></td> </tr> </table>	<i>Mortis Causa</i>	<i>sì</i>	<b>Fusione/Scissione</b>	<i>sì</i>	<b>Aumento gratuito di capitale</b>	<i>sì</i>	<b>Aumento a pagamento di capitale</b>	<i>sì</i>
<i>Mortis Causa</i>	<i>sì</i>								
<b>Fusione/Scissione</b>	<i>sì</i>								
<b>Aumento gratuito di capitale</b>	<i>sì</i>								
<b>Aumento a pagamento di capitale</b>	<i>sì</i>								
<b>Quorum</b>	La maggiorazione si computa per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi								

\* La conservazione è garantita anche quando ci sia un cambio di controllo intervenuto (i) per effetto di un trasferimento per successione a causa di morte ovvero (ii) per effetto di un trasferimento a titolo gratuito in forza di un patto di famiglia ovvero (iii) per effetto del

trasferimento a titolo gratuito per la costituzione e/o dotazione di un trust, di un fondo patrimoniale o di una fondazione, i cui beneficiari siano lo stesso trasferente o i di lui eredi legittimari (questo va tanto oltre l'autonomia statutaria).

Questa società esclude, *tranchant*, la possibilità di recesso, stabilendo che “qualsivoglia modifica (migliorativa o peggiorativa) della disciplina della maggiorazione del voto dettata dal presente articolo o la sua soppressione non richiedono altro adempimento se non l'approvazione da parte dell'assemblea straordinaria ai sensi di legge. E' comunque escluso il diritto di recesso”.

**Gruppo Waste Italia S.p.A**  
(delibera del 14 luglio 2015)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non possibile
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Trimestrale (31 marzo, 30 giugno, 30 settembre, 31 dicembre) ed in ogni caso entro la record date
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	No, necessaria la presentazione di apposita dichiarazione Produrrà effetto solo con l'intervenuto aggiornamento (anche se la richiesta è stata ricevuta anteriormente)
<b>Rinuncia</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte Prevista la possibilità di una nuova richiesta
<b>Conservazione</b>	<i>Mortis Causa</i> sì
	<i>Fusione/Scissione</i> sì
	<b>Aumento gratuito di capitale</b> sì
	<b>Aumento a pagamento di capitale</b> sì
<b>Quorum</b>	La maggiorazione si computa per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi

**Hera S.p.A**  
(delibera del 5 maggio 2016)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi	
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non possibile	
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Trimestrale	
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	No, necessaria la presentazione di apposita dichiarazione Vale dal primo giorno del trimestre successivo al raggiungimento del requisito	
<b>Rinuncia</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte Prevista la possibilità di richiedere una seconda iscrizione	
<b>Conservazione</b>	<b>Mortis Causa</b>	<i>sì</i>
	<b>Fusione/Scissione</b>	<i>sì</i>
	<b>Aumento gratuito di capitale</b>	<i>sì</i>
	<b>Aumento a pagamento di capitale</b>	<i>sì</i>
<b>Quorum</b>	La maggiorazione si computa per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi	

La Hera S.p.A. a livello statutario stabilisce che “ciascuna azione dà diritto a due voti nelle deliberazioni assembleari aventi ad oggetto (le “Delibere Assembleari con Voto Maggiorato) (i) la modifica del

presente articoli e/o dell'art. 8 (n.d.r. "limiti al possesso azionario") dello Statuto nonché (ii) la nomina e/o la revoca del Consiglio di Amministrazione o di suoi membri per gli effetti di cui all'art. 17 dello Statuto, nonché (iii) la nomina e/o revoca del Collegio Sindacale o di suoi membri per gli effetti di cui all'art. 26 dello Statuto [...].

**Intek GroupS.p.A**  
(delibera del 16 giugno 2015)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non possibile
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese ed in ogni caso entro la <i>record date</i>
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	No, necessaria la presentazione di apposita dichiarazione Con effetto dal quinto giorno di mercato aperto del mese successivo a quello di decorso del termine (deve pervenire anche la comunicazione da parte dell'ultimo intermediario entro il terzo giorno di mercato aperto del mese di calendario successivo a quello della maturazione del diritto)
<b>Rinuncia</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte Prevista la possibilità di nuova iscrizione
<b>Conservazione</b>	<i>Mortis Causa</i> sì
	<b>Fusione/Scissione</b> sì
	<b>Aumento gratuito di capitale</b> sì
	<b>Aumento a pagamento di capitale</b> sì

**Quorum**

La maggioranza si computa per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi.

Escluso il computo nelle delibere di autorizzazione assembleare statutariamente previste.



**Iren S.p.A**  
(delibera del 9 maggio 2016)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non possibile
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Trimestrale
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	No, necessaria la presentazione di apposita dichiarazione
<b>Rinuncia</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte
<b>Conservazione</b>	<i>Mortis Causa</i> <i>sì</i>
	<b>Fusione/Scissione</b> <i>sì</i>
	<b>Aumento gratuito di capitale</b> <i>sì</i>
	<b>Aumento a pagamento di capitale</b> <i>sì</i>
<b>Quorum</b>	La maggiorazione si computa per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi

**Landi Renzo S.p.A**  
(delibera del 24 aprile 2015)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non possibile
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese e in ogni caso entro la <i>record date</i>
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	No, necessaria la presentazione di apposita istanza Con effetto dal quinto giorno di mercato aperto del mese successivo a quello di decorso del termine
<b>Rinuncia</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte Prevista la possibilità di nuova iscrizione
<b>Conservazione</b>	<b>Mortis Causa</b> sì
	<b>Fusione/Scissione</b> sì
	<b>Aumento gratuito di capitale</b> sì
	<b>Aumento a pagamento di capitale</b> sì
<b>Quorum</b>	La maggiorazione si computa per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi

**Maire Tecnimont S.p.A**  
(delibera del 18 febbraio 2015)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi	
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non possibile	
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese ed in ogni caso entro la <i>record date</i>	
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	No, necessaria la presentazione di apposita dichiarazione Vale dal quinto giorno di mercato aperto del mese successivo a quello del decorso del periodo rilevante dall'iscrizione nell'elenco speciale	
<b>Rinuncia</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte Espressamente prevista la nuova richiesta	
<b>Conservazione</b>	<b>Mortis Causa</b>	<i>sì</i>
	<b>Fusione/Scissione</b>	<i>sì</i>
	<b>Aumento gratuito di capitale</b>	<i>sì</i>
	<b>Aumento a pagamento di capitale</b>	<i>sì</i>
<b>Quorum</b>	La maggiorazione si computa per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi	

**Nice S.p.A**

(delibera del 24 aprile 2015)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non possibile
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese ed in ogni caso entro la <i>record date</i>
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	No, necessaria la presentazione di apposita dichiarazione Vale dal quinto giorno di mercato aperto del mese successivo a quello del decorso del periodo rilevante dall'iscrizione nell'elenco speciale
<b>Rinuncia</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte Espressamente prevista una nuova richiesta
<b>Conservazione</b>	<i>Mortis Causa</i> sì
	<b>Fusione/Scissione</b> sì
	<b>Aumento gratuito di capitale</b> sì
	<b>Aumento a pagamento di capitale</b> sì
<b>Quorum</b>	La maggiorazione si computa per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi

**OPENJOBMETIS S.p.A**  
(delibera del 10 dicembre 2015)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi (possibile il computo anche del periodo precedente alla quotazione; non previsto un limite massimo di mesi computabili)*	
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non prevista	
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese	
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	No, necessaria la presentazione di apposita dichiarazione	
<b>Rinuncia</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte Prevista la possibilità di nuova iscrizione	
<b>Conservazione</b>	<b>Mortis Causa</b>	<i>sì</i>
	<b>Fusione/Scissione</b>	<i>no</i>
	<b>Aumento gratuito di capitale</b>	<i>sì</i>
	<b>Aumento a pagamento di capitale</b>	<i>sì</i>
<b>Quorum</b>	La maggiorazione si computa per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi	

\* sembrerebbe quindi plausibile l'ipotesi che gli azionisti che erano iscritti nel libro soci da almeno 24 mesi al momento della quotazione

possano chiedere subito la maggiorazione (computando i 24 mesi tutti antecedenti alla quotazione).

**Poligrafica San Faustino S.p.A**  
(delibera del 24 aprile 2015)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non prevista
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	No, necessaria la presentazione di apposita dichiarazione
<b>Rinuncia</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte
<b>Conservazione</b>	<i>Mortis Causa</i> <i>sì</i>
	<b>Fusione/Scissione</b> <i>no</i>
	<b>Aumento gratuito di capitale</b> <i>sì</i>
	<b>Aumento a pagamento di capitale</b> <i>sì</i>
<b>Quorum</b>	La maggiorazione si computa per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi

**SABAF S.p.A**  
(delibera del 28 aprile 2016)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non possibile
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese ( e in ogni caso entro la <i>record date</i> )
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	No, necessaria la presentazione di apposita dichiarazione Vale dal quinto giorno di mercato aperto del mese successivo a quello del decorso del periodo rilevante dall'iscrizione nell'elenco speciale
<b>Rinuncia</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte Espressamente prevista nuova richiesta
<b>Conservazione</b>	<i>Mortis Causa</i> sì
	<b>Fusione/Scissione</b> sì
	<b>Aumento gratuito di capitale</b> sì
	<b>Aumento a pagamento di capitale</b> sì
<b>Quorum</b>	La maggiorazione si computa per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi



**SAES GETTERS S.p.A**  
(delibera del 3 marzo 2016)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non possibile
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	No, necessaria la presentazione di apposita dichiarazione Vale dal quinto giorno di mercato aperto del mese successivo a quello del decorso del periodo rilevante dall'iscrizione nell'elenco speciale
<b>Rinuncia</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte Espressamente prevista nuova richiesta
<b>Conservazione</b>	<i>Mortis Causa</i> sì
	<b>Fusione/Scissione</b> sì
	<b>Aumento gratuito di capitale</b> sì
	<b>Aumento a pagamento di capitale</b> sì
<b>Quorum</b>	La maggiorazione si computa per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi

**Technogym S.p.A**  
(delibera del 29 gennaio 2015)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi (possibile il computo dei 20 mesi ante quotazione)
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non possibile
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	No, necessaria la presentazione di apposita dichiarazione Vale dal quinto giorno di mercato aperto del mese successivo a quello del decorso del periodo rilevante dall'iscrizione nell'elenco speciale
<b>Rinuncia</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte Possibilità di nuova richiesta
<b>Conservazione</b>	<i>Mortis Causa</i> sì
	<b>Fusione/Scissione</b> sì
	<b>Aumento gratuito di capitale</b> sì
	<b>Aumento a pagamento di capitale</b> sì
<b>Quorum</b>	La maggiorazione si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi

\* Wellness Holding S.r.l., azionista di maggioranza di Technogym S.p.a (detiene il 60% del capitale sociale) ha richiesto il 4 maggio 2016

(il giorno dopo la quotazione) la maggiorazione dei diritti di voto, attestando di possedere le azioni dai venti mesi antecedenti la quotazione. La maggiorazione del voto è maturata il 7 ottobre 2016 ed ora la Wellness holding S.r.l. detiene il 75% del totale dei diritti di voto

**Terni Energia S.p.A**  
(delibera del 9 febbraio 2015)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non possibile
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Periodicità semestrale (31 marzo e 31 settembre)
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	No, necessaria la presentazione di apposita dichiarazione
<b>Rinuncia</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte
<b>Conservazione</b>	<i>Mortis Causa</i> sì
	<b>Fusione/Scissione</b> sì
	<b>Aumento gratuito di capitale</b> sì
	<b>Aumento a pagamento di capitale</b> sì
<b>Quorum</b>	La maggiorazione si computa per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi

**Zignago vetro S.p.A**  
(delibera del 28 aprile 2015)

<b>Durata del possesso</b>	24 mesi
<b>Maggiorazione frazionata</b>	Non possibile
<b>Cadenza di aggiornamento dell'elenco</b>	Entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese e in ogni caso entro la <i>record date</i>
<b>Automaticità dell'attribuzione</b>	No, necessaria la presentazione di apposita dichiarazione Vale dal quinto giorno di mercato aperto del mese successivo a quello del decorso del periodo rilevante dall'iscrizione nell'elenco speciale
<b>Rinuncia</b>	Irrevocabile, in tutto o in parte
<b>Conservazione</b>	<i>Mortis Causa</i> sì
	<b>Fusione/Scissione</b> sì
	<b>Aumento gratuito di capitale</b> sì
	<b>Aumento a pagamento di capitale</b> sì
<b>Quorum</b>	La maggiorazione si computa per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi

## BIBLIOGRAFIA

AA.VV. *Mémento Francis Lefebvre, Sociétés commerciales*, 2016

AA.VV. *Code des Sociétés, Annoté & Commenté*, 33 edition, Dalloz, 2017

AA.VV. *Report on the Proportionality Principle in the European Union* del 2007

ABBADESSA, P., *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato, Studi dedicati a Libertini*, I, Milano, Giuffrè, 2015, 3

ABRIANI, N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giustizia Civile.com*, 7/2014, 17

ANGELICI, C., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2015, 214

ANGELICI, C., *Un dialogo sul voto plurimo e il diritto di recesso*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 1/2015

ANGELILLIS, A., E VITALI, M.L., in *Sub art. 2351*, in *Azioni*, NOTARI M. (a cura di, *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, P., Bianchi, L.A., Ghezzi, f., Notari, M., Milano, 2008

ALVARO, S., CIAVARELLA, A., D'ERAMO, D., LINCIANO, N., *La deviazione dal principio "un'azione-un voto" e le azioni a voto multiplo*, *Quaderni giuridici Consob*, n. 5/2014, p. 12

BASDEVANT, F., *L'instauration d'un droit de vote double légal dans les sociétés cotées (Loi Florange)*, in *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, n. 3/2014, p. 154

BARBA G., NAVARETTI, G. OTTAVIANO, in *Made in Torino? Fiat Chrysler Automobiles e il futuro dell'industria*, Il Mulino, 2014

BARCELLONA, E., *Clausole di put & call a prezzo predefinito*, Milano, Giuffrè, 2004

BARCELLONA, E., *Sub art. 2351, co. 4*, in *Le società per azioni, Codice civile e norme complementari*, CAMPOBASSO, M., CARIELLO, V., TOMBARI, U., (a cura di), diretto da Abbadessa, P., Portale, G. B., Milano, Giuffrè, 2016, 562

BARRIÈRE, F., DE REALS, C., *La loi Florange: une loi anti-OPA?*, in *Revue des Sociétés*, Mai 2014, p. 288

BERTOLDI B., *Forse opaco ma di certo utile al nostro tessuto industriale*, *Il Sole 24 ore*, 5 agosto 2014

BIANCHI, *Prime osservazioni in tema di capitale e patrimonio nelle società per azioni*, in *Il nuovo diritto societario tra società aperte e società private*, a cura di BENAZZO, PATRIARCA, PRESTI, Milano, Giuffrè, 2003, 79

BIANCHI, M., BIANCO, M., ENRIQUES L., *Pyramidal groups and the separation between ownership and control in Italy*, in AA.VV., *The control on corporate Europe*, Oxford University Press, Oxford, 2001

BIANCO M., CASAVOLA P., *Italian corporate governance: effects on financial structure and firm performance*, *European Economic Review*, 1999, 43

BIONE, M., *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2011, 663

BIONE, M., *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giurisprudenza commerciale*, II, 2015, 269

BLANDINI, A., *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, MONTAGNANI, C., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2004

BOMPOINT, D., TORCK, S., *Les offres publiques: perte de controle en vue*, in *Bulletin Joly Bourse*, n. 2/2011, p. 138

BURKART, M., LEE, S., *The one share – one vote debate: a theoretical perspective*, Finance Working Paper n. 176/2007, reperibile su [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org)

BUONOCORE, V., *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Morano Editore, 1960



BUSANI A., SAGLIOCCA M., in *Le azioni non si contano ma si “pesano”*: superato il principio one share –one vote con l’introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, in *Le Società*, 2014

CALVOSA, L., *L’emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2006, 204

CALVOSA, L., *La partecipazione eccedente*, Milano, Giuffrè, 2000, 170

CARDON, C., *Franchissement de seuil par acquisition de droits de vote double et OPA obligatoire: état des lieux après les lois Florange et Macron*, in *Bullettin Joly Bourse*, n. 10/2015

CARLO, E., *Governance e trasparenza del conflitto di interessi nei gruppi aziendali. Il rating sull’entità del rischio del conflitto di interessi dei gruppi quotati*, Aracne editore, Roma, 2007, pg. 67

CAVALLO BORGIA, R., *Della società per azioni*, IV, in *Commentario Scialoja-Branca*, GALGANO (a cura di), Bologna, Zanichelli, 2005; LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle s.p.a. e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, I, 2003, 519

CHENE, N., *Le droit de vote double en France – Panorama de son utilisation et impact de valorisation des sociétés*

CIAN, *Strumenti finanziari e poteri di voice*, Milano, Giuffrè, 2006

CONSOB, *Proposta di modifiche al Regolamento emittenti in materia di voto plurimo Esiti della consultazione*, 23 dicembre 2014 reperibile su [www.consob.it](http://www.consob.it)

CONSOB, *Documento di consultazione Proposte di modifica al Regolamento emittenti in materia di voto plurimo*, 5 novembre 2014, reperibile su [www.consob.it](http://www.consob.it).

D'ALESSANDRO, F., *“La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata. Ovvero: esiste ancora il diritto societario?”*, in *Rivista delle società*, I, 2003, 38

D'ATTORRE, G., *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2007

DE ACUTIS, *Il finanziamento dell'impresa societaria: I principali tratti caratterizzanti e gli “altri strumenti finanziari partecipativi”*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di CIAN, Padova, Cedam, 2004, 257

DE ANGELIS, L., *Provocazioni in libertà sull'art. 2346, comma 4, c.c. in tema di azioni non proporzionali ai conferimenti*, in *Contratto e impresa*, I, 2015, 25

DE NICOLA A., *Il diritto societario più pazzo del mondo*, in *L'Espresso*, 8 agosto 2014

DE ROULHAC, B., *L'Etat profitera à plein de ses droits de vote double pour les AG 2016*, disponibile su [www.agefi.fr](http://www.agefi.fr)

EASTERBROOK, F. H., FISCHER, D. R., *L'economia delle società per azioni: un'analisi strutturale*, Milano, Giuffrè, 1996

FERRARINI, G., *Un'azione – un voto: un principio europeo?*, in *Rivista delle società*, 1, 2006, 24

FERRI, in *Osservazioni sulle proposte di Cesare Vivante per la riforma delle società anonime*, in *Foro Italiano*, Vol. 61

FERRI JR., G., *Azioni a voto plurimo e voto maggiorato: profili tipologici*, in *Rivista del Notariato*, 2015, 765

FERRO-LUZZI, P., *La diversa assegnazione delle azioni (art. 2346, comma 4°, c.c.)*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, P., PORTALE, G. B., (diretto da), Torino, Utet

FOIS, C., *L'autonomia statutaria e i suoi limiti*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, CIAN, G., (a cura di), Padova, Cedam, 2004, 117

GALGANO, F., *Le società in genere Le società di persone*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, CICU, A., MESSINEO, F., MENGONI, L., (già diretto da), SCHLESINGER, P., (continuato da), Milano, Giuffrè, 2007

GALGANO, F., *La società per azioni Le altre società di capitali Le cooperative*, Bologna, Zanichelli, 1973

GAMBA, C., *Diritto societario e ruolo del giudice*, Padova, Cedam, 2008

GAMBINO, A., *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2002, 641

GAREL, A., *Généralisation des droits de vote double dans les sociétés cotées*, in *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, n. 2/2014, p.81

GENOVESE, A., *Introduzione alle azioni a voto plurimo e recesso*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione de voto*, TOMBARI, U. (a cura di), Torino, Giappichelli, 2016

GIAMPAOLINO, C. F., *Le azioni speciali*, Milano, Giuffrè, 2004

GIAMPAOLINO, C. F., *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giurisprudenza commerciale*, V, 2015, 781

GIORDANO, D., *Le limitazioni all'autonomia privata nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2006, 16

GUIZZI, G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Il Corriere giuridico*, 2/2015, 162

LAMANDINI, M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, Il Mulino, 2001, 126

LA MARCA, E., *Azioni(sti) con voto maggiorato: primi spunti*, in *I battelli del Reno*, 26 novembre 2014, 5

LE NABASQUE, H., *L'inversion du droit de vote double dans les sociétés cotées*, in *Revue de Droit Bancaire et Financier*, n. 6/2013

LE NABASQUE, H., in *Commentaire des principales dispositions de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 intéressant le droit des sociétés et le droit financier*, in *Revue des Sociétés*, n. 10/2010, p. 547

LENER, R., TUCCI, A., (a cura di) *Le società di capitali – L'assemblea nelle società di capitali*, in *Trattato di diritto privato*, BESSONE, M., (diretto da), 2001; MOSCO, G. D., *Le deleghe assembleari nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2000, 84

LEOZAPPA, A. M., *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Milano, Giuffrè, 200

LEPETIT, J-F, *Rapport du groupe de travail sur la transposition de la directive concernant les offres publiques d'acquisition*, 27 giugno 2005

LIBERTINI, M., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'Opa*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1/2015, 247

LO IACONO, G., MARCOZ, G., *Assegnazione non proporzionale e sottoscrizione di azioni di s.p.a.*, in *Rivista del notariato*, 2008, 307

MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Ipsoa, 2004

MARASÀ, G., *Commento sub art. 2437*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, D'ALESSANDRO, F. (diretto da), Vol. 3, Venezia, Piccin, 2011, 784

MARCHETTI, C., *La "nexus of contracts" theory*, Milano, Giuffrè, 2000

MARCHETTI, P., *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Rivista delle società*, I, 2000, 564

MARCHETTI, P., *Le fusioni transfrontaliere del gruppo Fiat-Chrysler*, in *Rivista delle società*, V, 2014, 1124

MARCHETTI, P., *Osservazioni e materiali sul diritto di voto*, in *Rivista delle società*, 2-3, 2015, 448

MARCHETTI, P., *Il voto maggiorato nelle società quotate*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Torino, Giappichelli, 2016, 3

MARCHETTI, P., *Commento all'art. 20 del D.L. Competitività (azioni a voto maggiorato, a voto plurimo ed altro)*, *Relazione al convegno del 22 settembre 2014 presso il Consiglio Notarile di Milano*, reperibile su [www.marcheittilex.it](http://www.marcheittilex.it), area download

MARCHISIO, E., *La maggiorazione del dividendo*, in *I diritti degli azionisti nelle società quotate (Commento al d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 e 18 luglio 2012 n. 91)*, CIOCCA, N., MARASÀ, G., Torino, Giappichelli, 2015, 183

MARCHISIO, E., *La maggiorazione del voto (Art. 127 quinquies TUF): récompense al socio “stabile” o trucage del socio di controllo?*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1/2015, 86

MARÉCHAL, A., PIETRANCOSTA, A., *Transposition de la directive OPA: des incertitudes entourant le recours à la “clause de réciprocité”*, in *Bulletin Joly Bourse*, n. 6/2005, 797

MASSELLA DUCCI TERI, N., *Voto plurimo e voto maggiorato*, in *Digesto online*, 2015, 3

MASSELLA DUCCI TERI, N., *Decreto Competitività, Prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all’italiana*, in *Rivista di diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 4/2014

MAUGERI, M., *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra t.u.f. e nuovo diritto societario*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2004, 1297

MIGNONE, *Commenti Art. 2346, comma 6°, Art. 2349, comma 2°, Art. 2351, comma 5°*, in *Il nuovo diritto societario, Commento al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 5, d.lgs. 11 aprile 2002,*

n. 61 (art. 1), Artt. 2325- 2409 c.c., COTTINO, (diretto da), Bologna, Zanichelli

MONTALENTI, P., *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo: prime considerazioni*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Torino, Giappichelli, 2016, 33

MONTALENTI, P., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'Opa*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1/2015, 223

MOSCO, G. D., *Commenti agli artt. 2380 e 2380 bis c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, Volume II artt. 2380-2448 c.c., NICCOLINI, G., STAGNO D'ALCONTRES, A., (a cura di), Jovene editore, 2004, pp. 579

MUCCHETTI M., *Perché va difeso il voto plurimo*, in *Il Sole 24 Ore*, 3 agosto 2014

NOTARI, M., *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, P., PORTALE, G. B., (diretto da), Torino, Utet, 597

PERNAZZA, F., *La mobilità delle società in Europa da Daily Mail a Fiat Chrysler Automobiles*, in *Diritto del commercio internazionale*, II, 2015, 439

PICONE, F., *Diritti diversi e categorie di azioni*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, I, 2003, 755



PISANI MASSAMORMILE, A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista delle società*, II, 2003, 1298

PLATEROTI A., in *Una cura che aiuta le Ipo*, *Il Sole 24 Ore*, 1 agosto 2014

PUPPO, C.E., *Valore e uguaglianza delle azioni con voto plurimo*, in *Banca, impresa e società*, 3/2015

RESCIO, G. A., *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, BENAZZO, P., PATRIARCA, S., PRESTI, G., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003

RESCIO, G., *Clausole di maggiorazione del dividendo nell'evoluzione del sistema delle società azionarie*, in AA. VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, Giappichelli, 2011

RIMINI, E., *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equity kickers e covenants*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2008, 1065

RIVOLTA, G., C., M., *La partecipazione sociale*, Milano, Giuffrè, 1965

ROSAPEPE, R., *Manuale di diritto commerciale*, Buonocore, 2015, 345

ROSSI, G., STABILINI, A., *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Rivista delle società*, I, 2003, 32

SAGGESE, S., *La separazione fra proprietà e controllo, Profili aziendali e di governance*, Padova, Cedam, 2013

SAGLIOCCA, M., *Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, in *Rivista del notariato*, 5, 2014, 921

SALAFIA, *Il conferimento di opere e servizi secondo la riforma societaria*, in *Società*, N.12/2003, 1576

SANTOSUOSSO, V., *La riforma del diritto societario*, in *Le nuove leggi civili, Prima interpretazione*, Milano, Giuffrè, 2003, 111

SCIUTO, M., SPADA, P., *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, COLOMBO, G., E., PORTALE, G., B., Volume 1\*, Torino Utet, 2004, 54

SFAMENI, P., *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, Giuffrè, 2008

SPOLIDORO, M. S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Rivista delle società*, I, 2015, 138

STAGNO D’ALCONTRES, A., *Commento all’art. 2376 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, Vol. I artt. 2325-2378 ter c.c., NICCOLINI, G., STAGNO D’ALCONTRES, A. (a cura di), Napoli, Jovene editore, 2004, 540

STELLA RICHTER, M., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Rivista del Diritto commerciale e del Diritto generale delle obbligazioni*, I, 2011

TAMBURINI F., *Stato&Mercato. Riforma (a sorpresa) per le privatizzazioni*, in *Corriere Economia*, 15 settembre 2014

TEDESCHI, C., *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*, in *Le Società*, 10/2015, 1077

TOMBARI, U., *Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ultimo comma c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, I, 2006, 157

TOMBARI, U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Rivista delle società*, V, 2004, 1082

TOMBARI, U., *Azioni di risparmio e tutela dell’investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Rivista delle società*, II, 2002

TOMBARI, U., *Le azioni a voto plurimo*, in *Governo societario, azioni a voto multipli e maggiorazione del voto*, Torino, Giappichelli, 2016, 15

TOMBARI, U., *“Maggiorazione del dividendo” e “Maggiorazione del voto”: verso uno “Statuto normativo” per l’investitore di medio-lungo termine?*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, III, 2016, 304

TORCK, S., *L'attribution automatique du droit de vote double*, in *Droit des Sociétés*, Juillet 2014

TUCCI, A., *Gestione dell'impresa sociale e "supervisione" degli azionisti – L'esperienza italiana a confronto con la disciplina delle public companies nordamericane*, Milano, Giuffrè, 2003, 17

VALUET, J.-P., *Etude 17 (Loi du 29 mars 2014)*, in *Droit de Sociétés*, 2014

VENTORUZZO, M., *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e il recesso nelle s.p.a.*, in *Giurisprudenza commerciale*, V, 2015, 1055

VIVANTE, C., *Contributo alla riforma delle società anonime*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 1/34

ZINGALES L., *Quel voto plurimo così opaco*, *Il Sole 24 Ore*, 1 agosto 2014

ZINGALES, L., *Il voto plurimo favorisce le "piramidi"*, *il Sole 24 Ore*, 5 agosto 2014