

CIRCOLARE N. 10 DEL 7 APRILE 2015

DIRITTO SOCIETARIO

MERCATO MOBILIARE E SOCIETÀ QUOTATE

Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato

ABSTRACT

Con il decreto legge 24 giugno 2014, n. 91 (c.d. decreto competitività) sono state introdotte significative novità in materia di diritto di voto nelle società per azioni, prevedendo due strumenti che consentono il potenziamento del voto: il primo rivolto alle società non quotate; il secondo rivolto alle società quotate. Per quanto riguarda le società non quotate, viene modificato l'articolo 2351 c.c. attribuendo la facoltà di prevedere in via statutaria la creazione di azioni con diritto di voto plurimo, fino ad un massimo di tre voti per ciascuna azione. Per quanto riguarda le società quotate, si inserisce nel Tuf un nuovo articolo 127-quinquies che consente agli statuti di attribuire un voto maggiorato, fino ad un massimo di due, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo di tempo non inferiore a ventiquattro mesi. I due strumenti si pongono tra loro in linea di continuità. Le azioni a voto plurimo sono azioni dotate strutturalmente di diritti di voto potenziato, mentre le azioni a voto maggiorato costituiscono un potenziamento del diritto di voto collegato al possesso delle azioni in capo ad un soggetto per un determinato tempo, volto a premiarne la "fedeltà".

Queste innovazioni si collocano in un contesto di misure volte a favorire la quotazione delle imprese. Una maggiore flessibilità nella struttura del capitale in deroga al principio "one share-one vote" può consentire di aumentare la dimensione del flottante in sede di offerta al pubblico finalizzata alla quotazione (IPO) e, di conseguenza, la liquidità delle azioni delle società quotate, senza determinare una diluizione in sede assembleare per gli azionisti di riferimento.

Si è inoltre estesa, anche alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, la possibilità di prevedere nello statuto le clausole di tetto massimo di voto e di voto scaglionato.

PROVVEDIMENTI COMMENTATI

Decreto legge 24 giugno 2014, n. 91 (articolo 20), convertito con modificazioni in Legge 11 agosto 2014, n. 116

Delibera Consob 19 dicembre 2014 n. 19084/2014

Atto congiunto Banca d'Italia-Consob 24 febbraio 2015

Introduzione

Parte I - Le azioni a voto plurimo 13

1. Inquadramento delle azioni a voto plurimo 13
 - a) *Classi di azioni a voto plurimo*..... 14
 - b) *Voto plurimo attribuito a tutte le azioni* 14
2. Il contenuto delle azioni a voto plurimo..... 16
 - a) *Voto plurimo decimale* 16
 - b) *Voto plurimo per argomenti*..... 17
 - c) *Voto plurimo soggetto a condizione* 17
 - d) *Voto plurimo soggetto a condizione risolutiva* 18
 - e) *Tipologie di condizioni* 18
 - f) *Modalità di verifica dell'avveramento della condizione* 20
 - g) *Voto plurimo soggetto a termine* 21
 - h) *Combinazione del voto plurimo con altri diritti speciali* 21
3. Il procedimento di emissione delle azioni a voto plurimo 21
 - a) *La clausola statutaria di previsione delle azioni a voto plurimo* 22
 - b) *Emissione di azioni a voto plurimo attraverso la conversione delle azioni*..... 24
 - c) *Emissione di azioni a voto plurimo attraverso l'aumento di capitale* 25
4. Azioni a voto plurimo e diritto di recesso 26
5. L'impatto dell'emissione di azioni a voto plurimo sulle regole di diritto societario 28
 - a) *Azioni a voto plurimo e quorum costitutivi e deliberativi dell'assemblea* 28
 - b) *Azioni a voto plurimo ed esercizio dei diritti amministrativi*..... 30
 - c) *Azioni a voto plurimo e aumento di capitale a pagamento* 30
6. Il voto plurimo nelle società quotate 31
 - a) *Emissione di azioni a voto plurimo nelle società quotate in caso di operazioni straordinarie*..... 32
 - b) *Cumulo delle azioni a voto plurimo e degli altri istituti di rafforzamento del voto nelle società quotate*..... 33

Parte II - La maggiorazione del voto 34

1. L'ambito soggettivo di applicazione della disciplina 34
2. Presupposti, natura e contenuto della maggiorazione del voto 36
 - a) *Presupposti*..... 36
 - b) *Natura*..... 36
 - c) *Contenuto*..... 37
3. La previsione della maggiorazione del voto nello statuto 38

4.	La perdita e la conservazione della maggiorazione del voto.....	41
a)	<i>La nozione di “cessione” ai fini della perdita della maggiorazione</i>	42
b)	<i>Pegno e usufrutto</i>	43
c)	<i>Partecipazioni gestite</i>	44
d)	<i>Trasferimenti infragruppo</i>	45
e)	<i>Cessione di partecipazioni di controllo</i>	45
f)	<i>Cessione di azioni e record date</i>	46
g)	<i>Rinuncia alla maggiorazione del voto</i>	48
5.	L'estensione del voto maggiorato nelle operazioni di aumento del capitale, in caso di fusione e scissione.....	49
6.	Il voto maggiorato nel processo di quotazione.....	51
7.	Gli effetti della maggiorazione del voto sui quorum assembleari e sugli altri diritti sociali.....	52
8.	L'iscrizione nell'elenco e le modalità di accertamento della maggiorazione del voto.....	53
9.	I flussi informativi.....	56
10.	Il ruolo degli intermediari.....	59
11.	Il ruolo della società di gestione accentrata.....	60
Parte III - Problemi comuni alle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato		62
1.	Voto plurimo, voto maggiorato e partecipazioni rilevanti.....	62
a)	<i>Obbligo di comunicazione dell'ammontare complessivo dei diritto di voto e del capitale sociale</i>	63
b)	<i>Termine di comunicazione della partecipazione rilevante in caso di voto maggiorato</i>	64
c)	<i>Esenzione parziale dall'obbligo di comunicazione delle variazioni passive</i> ...	65
2.	Voto plurimo, voto maggiorato e OPA	65
a)	<i>Regola della neutralizzazione</i>	65
b)	<i>OPA obbligatoria</i>	66
c)	<i>Superamento passivo della soglia OPA e esenzione</i>	69
3.	Voto plurimo, voto maggiorato e altri meccanismi di deroga al principio di proporzionalità del voto	70
4.	Voto plurimo, voto maggiorato e relazione di controllo	72
Parte IV – Cenni su altre novità in tema di diritto di voto: clausole di voto massimo e di voto scalare nelle società aperte.....		74

Introduzione

Con il decreto legge 24 giugno 2014, n. 91¹ (c.d. decreto competitività) sono state introdotte significative novità in materia di diritto di voto nelle società per azioni. È stato rimosso il divieto codicistico all'emissione di azioni a voto plurimo; si sono introdotte le azioni a voto maggiorato per le società quotate; si è estesa, anche alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, la possibilità di prevedere nello statuto le clausole di tetto massimo di voto e di voto scaglionato.

Al fine di armonizzare questi nuovi istituti con la disciplina sulle società quotate, il decreto legge n. 91/2014 ha modificato anche la disciplina del Testo unico sull'intermediazione finanziaria² (d'ora in poi Tuf) in materia di partecipazioni rilevanti e OPA.

In tale contesto è stato affidato alla Consob il compito di dettare le disposizioni di attuazione della suddetta disciplina, al fine di assicurare la trasparenza degli assetti proprietari e l'osservanza delle disposizioni in materia di OPA obbligatoria e di partecipazioni rilevanti. La Consob ha assolto tale compito modificando il Regolamento Emittenti (d'ora in poi RE), con la delibera n. 19084 del 23 dicembre 2014³.

Si è inoltre reso necessario armonizzare con questi nuovi istituti anche la disciplina sui servizi di gestione accentrata, liquidazione e sistemi di garanzia regolata con il c.d. Provvedimento Unico Consob Banca d'Italia del 22 febbraio 2008. A questo fine è stato emanato il 24 febbraio 2015 un atto congiunto Consob Banca d'Italia che modifica il predetto Provvedimento Unico del 22 febbraio 2008.

Già con la riforma del diritto societario del 2003, il tradizionale principio di proporzionalità tra partecipazione sociale e diritto di voto, in base al quale ogni azione attribuisce un diritto di voto (e conseguentemente il complesso dei diritti di voto spettanti ad un socio discende proporzionalmente dalla quantità di azioni di cui è titolare), aveva perso la natura di regola ordinante l'attribuzione del diritto di voto nelle società per azioni di diritto comune⁴. La predetta riforma, infatti, in un disegno di ampliamento dell'autonomia statutaria, aveva riformulato l'articolo 2351 c.c.,

¹ Convertito con la legge 11 agosto 2014, n. 116.

² Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

³ Pubblicata nella Gazzetta Ufficiale 31 dicembre 2014, n. 302.

⁴ Prima della riforma del 2003 solo le azioni privilegiate nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale potevano essere emesse con un diritto di voto limitato all'assemblea straordinaria. Per le società quotate vi era la figura tipica delle c. d. azioni di risparmio di cui all'articolo 145 del Tuf.

consentendo di emettere azioni prive del diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative.

Gli unici limiti che permanevano all'autonomia statutaria nell'attribuzione alle azioni del diritto di voto erano il divieto di emettere azioni prive del diritto di voto o con voto limitato in una misura superiore alla metà del capitale sociale e il divieto di emettere azioni a voto plurimo. In sostanza, sotto quest'ultimo profilo, mentre era permesso derogare al principio di proporzionalità del diritto di voto *in minus* rispetto alla regola "un'azione un voto", non era consentito un'alterazione *in maius*⁵.

Il decreto legge n. 91/2014 supera anche questo secondo limite prevedendo due strumenti che consentono il potenziamento del voto: il primo rivolto alle società non quotate, le azioni a voto plurimo; il secondo rivolto alle società quotate, il voto maggiorato. Per quanto riguarda le società non quotate, viene modificato l'articolo 2351 c.c. attribuendo la facoltà di prevedere in via statutaria la creazione di azioni con diritto di voto plurimo, fino ad un massimo di tre voti per ciascuna azione. Per quanto riguarda le società quotate, si inserisce nel Tuf un nuovo articolo 127-*quinquies* che consente agli statuti di attribuire un voto maggiorato, fino ad un massimo di due, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo di tempo non inferiore a ventiquattro mesi.

Queste innovazioni si collocano in un contesto di misure di semplificazione, volte a favorire la quotazione delle imprese. Nella relazione al decreto legge⁶ si afferma che "il timore di perdere il controllo a seguito della quotazione rappresenta uno dei principali fattori che disincentiva l'ingresso in borsa delle imprese familiari italiane. Una maggiore flessibilità nella struttura del capitale in deroga al principio "*one share-one vote*" può consentire di aumentare la dimensione del flottante in sede di offerta al pubblico finalizzata alla quotazione (IPO) e, di conseguenza, la liquidità delle azioni delle società quotate, senza determinare una diluizione in sede assembleare per gli azionisti di riferimento"⁷.

Il favore verso questi strumenti muove dall'idea che la presenza di un socio o di un gruppo di soci stabili interessati alla gestione della società sia un fattore positivo

⁵ Così M. BIONE, *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in Giur. Comm. 2011, I, p. 673.

⁶ La [relazione](#) è contenuta nell'Atto Senato AS n. 1541.

⁷ E' da segnalare che la versione originaria del decreto legge conteneva solo la disciplina in tema di azioni a voto maggiorato. La disciplina sulle azioni a voto plurimo è stata introdotta in sede di conversione del decreto legge.

nell'organizzazione societaria e che l'utilizzazione delle azioni a voto plurimo o di un voto maggiorato consenta la raccolta di capitale di rischio senza diluire la partecipazione del socio di riferimento. Lo strumento della maggiorazione del voto premia in modo particolare la fedeltà dell'azionista che detiene la partecipazione stabilmente sempre nell'ottica di favorire investimenti di lungo termine.

Si tratta inoltre di una riforma legislativa che si innesta in un contesto internazionale variegato, ma in cui comunque sono significativamente rappresentati meccanismi di rafforzamento del diritto di voto attraverso la possibilità di emissione di azioni a voto plurimo o di azioni di fedeltà⁸. Anche a livello comunitario è in corso una riflessione sull'opportunità di incentivare gli investimenti di lungo periodo degli azionisti attraverso la concessione di diritti di voto potenziati agli investitori di lungo termine⁹.

I due strumenti, quello delle azioni a voto plurimo e quello della maggiorazione del diritto di voto, si pongono tra loro in linea di continuità.

Le azioni a voto plurimo sono azioni dotate strutturalmente di diritti di voto potenziato. Il diritto di voto potenziato può essere costruito anche come una modalità di attribuzione soggetta a particolari condizioni. Le società quotate non possono emettere azioni a voto plurimo, tuttavia le azioni a voto plurimo emesse prima della quotazione non sono convertite in azioni ordinarie e mantengono con le loro caratteristiche anche successivamente alla quotazione.

Le azioni a voto maggiorato invece costituiscono un potenziamento del diritto di voto collegato al possesso delle azioni in capo ad un soggetto per un determinato tempo. Poiché il vantaggio in termini di diritti di voto discende dal possesso nel tempo delle azioni, esso si perde con il trasferimento della partecipazione e non può quindi essere monetizzato.

⁸ In via di sintesi ricordiamo che, in Europa, l'emissione di azioni a voto plurimo è consentita, ad esempio, nei Paesi Bassi, Svezia, Finlandia e Regno Unito. È inoltre permessa negli Stati Uniti e in Giappone. È invece vietata in Germania e Spagna. Sistemi di maggiorazione del diritto di voto in presenza del possesso azionario per un certo periodo di tempo sono previsti in Francia, dove chi soddisfa il requisito di fedeltà previsto dalla legge è titolare di un voto doppio per azione, Regno Unito e Stati Uniti (su questi temi v. *amplius* S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'Eramo, N. Linciano, La deviazione del principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo, in Riv. Soc. 2014, p. 479; M. S. Spolidoro, [Il voto plurimo: i sistemi europei](#), Relazione al XXVIII Convegno di studio su Unione Europea: Concorrenza tra Imprese e Concorrenza tra Stati, Courmayeur, 19-20 settembre 2014). Negli USA l'utilizzo di categorie di azioni a voto plurimo ha accompagnato alcune delle più importanti IPO (cfr. Google e Facebook).

⁹ In questo senso v. da ultimo il [Libro verde](#) sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea del 25 marzo 2013, pag. 18)

Queste regole completano il disegno normativo sul rapporto tra azioni e diritto di voto tracciato dalla riforma del 2003, la quale aveva già attribuito all'autonomia statutaria di tutte le società per azioni il potere di emettere azioni prive di diritto di voto. Come evidenziato correttamente dalla dottrina, infatti, sarebbe contraddittorio consentire l'emissione di azioni senza diritto di voto e contemporaneamente vietare l'emissione di azioni a voto plurimo¹⁰. Il punto da sottolineare è che il principio un'azione un voto non costituisce una regola ontologicamente collegata all'organizzazione dell'impresa collettiva in forma di società per azioni, anzi le scelte in ordine ai principi di attribuzione del diritto di voto alle azioni risultano il frutto di una decisione di politica legislativa da soppesare alla luce degli interessi o delle esigenze che si intendono privilegiare o soddisfare¹¹.

È noto, al riguardo, come la possibilità di utilizzare meccanismi di potenziamento del diritto di voto in deroga al principio *"un'azione un voto"* ben possono essere funzionali alla realizzazione di interessi meritevoli di tutela¹². Si pensi all'opportunità di assicurare una determinata posizione ai fondatori dell'impresa, di conservare la continuità dell'amministrazione dell'impresa, di consentire la graduazione dell'influenza delle varie imprese interessate a processi di riorganizzazione, fusioni o salvataggi a prescindere dai rapporti puramente patrimoniali tra le società coinvolte, di attribuire a determinati soci, anche diversi da quelli di controllo, determinati poteri non direttamente corrispondenti all'entità del conferimento, di favorire le operazioni di raccolta di capitale

¹⁰ Così C. ANGELICI, in *La riforma del diritto societario*, Lavori preparatori, Milano, 2006, p. 1684; M. BIONE, *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giur. Comm.* 2011, I, p. 671. P. MONTALENTI (*Intervento in Voto plurimo, voto maggiorato e modifiche dell'OPA*, di prossima pubblicazione su *Giur. Comm.* 2015) sottolinea come la tecnica delle azioni a voto plurimo, a certe condizioni, potrebbe risultare più garantista per i soci di minoranza rispetto alle azioni senza diritto di voto.

¹¹ C. ANGELICI (*Intervento in Voto plurimo, voto maggiorato e modifiche dell'OPA*, di prossima pubblicazione su *Giur. Comm.* 2015) sottolinea come il criterio della proporzionalità all'investimento del diritto di voto non è storicamente coesistente alla società per azioni. Significativo in questo senso è che, sotto un profilo storico, nel nostro ordinamento il divieto di voto plurimo è stato introdotto solo con il codice civile del 1942. Nel codice di commercio del 1882 non vi era alcuna disposizione che vietasse l'emissione di azioni a voto plurimo, tanto è vero che vi fu dopo la prima guerra mondiale una grande diffusione dello strumento. Della questione fu investita anche la Cassazione del Regno che si pronunciò a favore della validità dell'emissione di tali azioni (Cass. 15 luglio 1926, in *FI* 1926, p. 713). Assonime aveva fin dal 1928 sottolineato gli elementi positivi connessi alle azioni a voto plurimo, tra cui, in primis, gli effetti di sviluppo delle società azionarie che dipendono in modo significativo dalla stabilità dei criteri programmatici e direttivi (Assonime, Osservazioni e proposte sul progetto di nuovo codice di commercio, Roma, 1928, p. 50). Sulle posizioni espresse da Assonime v. A. PADOA-SCHIOPPA, *La normativa sulle società per azioni: proposte e riforme, un concerto a più voci*, in *AAVV, Tra imprese e istituzioni 100 anni di Assonime*, vol. 4, 2010, Bari, p. 49.

Per una riflessione in chiave storica del tema del voto plurimo v. V. CARIELLO, *«Un formidabile strumento di dominio economico»: contrapposizioni teoriche, «battaglie» finanziarie e tensioni ideologiche sul voto potenziato tra le due Guerre Mondiali*, di prossima pubblicazione su *Riv. dir. Comm.* 2015.

¹² Cfr. SHEARMAN&STERLING, ISS e ECGI, [Report on the Proportionality Principle in the European Union](#).

di rischio sul mercato per esigenze di sviluppo della società. In definitiva la valutazione in termini di efficacia della soluzione dello strumento deve essere verificata a seconda del caso concreto, non dimenticando che la conformazione del voto plurimo potrebbe anche esser diretto a proteggere interessi della minoranza.

E' importante sottolineare la sostanziale differenza di trattamento, relativamente alle azioni a voto plurimo, tra società quotate e società non quotate. Infatti, mentre l'emissione delle azioni a voto plurimo è consentita alle società non quotate, essa è vietata alle società quotate.

Il divieto per le società quotate per alcuni trova la sua giustificazione nella necessità di evitare una concentrazione del potere assembleare in capo a soci titolari di un'aliquota ridotta di capitale¹³, nonché nella potenziale riduzione della contendibilità del controllo societario che ne deriverebbe¹⁴. Ecco perché per le società quotate è stato previsto uno strumento, quello della maggiorazione del voto, che non è "trasmissibile" e si estingue con la cessione delle azioni. Sotto questo profilo appare allora incoerente il mantenimento delle azioni a voto plurimo emesse prima della quotazione. È evidente infatti come tale previsione consenta di configurare azionisti a voto plurimo di società proprio in vista della successiva quotazione.

A ben vedere tuttavia la giustificazione del divieto non sembra però del tutto convincente.

L'effetto di concentrazione di potere in capo ai soci si verifica, infatti, in modo del tutto analogo, sia in presenza di azioni a voto plurimo, sia in presenza di azioni senza diritto di voto. Se quindi questa fosse la logica alla base del divieto, ne dovrebbe derivare anche un divieto, nelle società quotate, all'emissione di azioni prive del diritto di voto. Il Tuf riconosce invece espressamente la facoltà per le società quotate di emettere azioni prive del diritto di voto¹⁵.

In un'ottica di corretto funzionamento del mercato dei capitali, anzi, mentre le azioni a voto limitato presentano conseguenze negative in termini di liquidità del titolo ed effetti sui prezzi, questi problemi non si presentano nel caso di emissione di azioni a voto plurimo, che non sono di regola scambiate sui mercati. Significativa in questo senso è anche l'esperienza estera, la quale evidenzia come, negli ordinamenti dove tale istituto

¹³ Così M. BIONE, *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in Giur. Comm. 2011, I, p. 674.

¹⁴ V. N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in Trattato di diritto commerciale Cottino, Padova, 2010, p. 305.

¹⁵ Articolo 145 del Tuf.

è consentito, esso riguardi proprio le società che quotano le sole azioni ordinarie e non quelle a voto plurimo¹⁶.

Anche sotto il profilo della contendibilità non trova giustificazione un divieto assoluto di emissione di azioni a voto plurimo, ma si potrebbero introdurre correttivi normativi in grado di neutralizzare l'effetto di concentrazione del potere di voto. In questo senso del resto già le previsioni attuali sono pensate nel senso di depotenziare l'effetto di accrescimento del diritto di voto delle azioni a voto plurimo delle assemblee chiamate a decidere sulle misure di difese in caso di OPA¹⁷.

Sarebbe dunque auspicabile un ripensamento del divieto di emissione delle azioni a voto plurimo nelle società quotate per arrivare a consentire la creazione di classi di azioni a voto plurimo anche per le società quotate, seppure circondato dei temperamenti opportuni.

L'introduzione nell'ordinamento italiano della maggiorazione del voto è stata accompagnata da un acceso dibattito e dalla preoccupazione che lo strumento possa essere funzionale solo al consolidamento delle posizioni di controllo già esistenti.

Per una valutazione complessiva dell'istituto appare però necessario considerare alcuni aspetti. Innanzitutto, come già ricordato, la maggiorazione del voto, così come le azioni a voto plurimo, sono strumenti già presenti e utilizzati in altri ordinamenti e rispondono alla finalità, riconosciuta anche dall'Unione Europea, di incoraggiare la quotazione di nuove imprese e di incentivare la stabilità dell'azionariato e il finanziamento a lungo termine. Nel concreto, poi, gli effetti della maggiorazione del voto sugli equilibri di potere all'interno della società dipendono da alcune variabili legate alla realtà delle singole società, in primis dagli assetti proprietari. Diverso appare infatti il caso della società in cui sia presente un socio di controllo di diritto, da quello in cui il socio di riferimento dispone di un controllo di mero fatto e l'eventuale rafforzamento della sua posizione per effetto della maggiorazione dovrebbe comunque rispettare le regole generali in materia di opa obbligatoria. Ancora diverso è poi il caso, seppur più raro nella realtà italiana, della previsione della maggiorazione del voto in una *public company*. Altra variabile che può condizionare l'effettivo impatto della maggiorazione sugli equilibri assembleari è la sua concreta disciplina da parte degli statuti.

¹⁶ Cfr. M. S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, op. cit..

¹⁷ Cfr. nuova versione articolo 104-bis del Tuf.

La legge definisce, infatti, gli elementi essenziali dello strumento ma lascia ampi spazi all'autonomia statutaria nella definizione dei contenuti, come ad esempio l'entità della maggioranza o la scelta relativa agli effetti della maggioranza sui quorum¹⁸.

Ne emerge uno strumento che può essere declinato a seconda delle caratteristiche della singola società e dei suoi assetti proprietari. Non sarebbe così da escludere che la maggioranza del voto sia articolata a seconda delle materie su cui l'assemblea è chiamata a deliberare: ad esempio, la maggioranza potrebbe essere attribuita alle deliberazioni riguardanti la nomina degli organi sociali dove tipicamente il voto di lista non è utilizzato dagli investitori istituzionali per candidare la maggioranza dei componenti degli organi, ma potrebbe essere esclusa per deliberazioni "sensibili" come quelle sulla politica delle remunerazioni o per le materie su cui delibera l'assemblea straordinaria. Il concreto esercizio dell'autonomia statutaria lasciata dalla norma per la configurazione del diritto alla maggioranza del voto dovrà comunque confrontarsi con le aspettative e le esigenze degli investitori, soprattutto esteri, che non sembrano apprezzare soluzioni eccessivamente diversificate. La circostanza che il mercato degli investitori tende a privilegiare una certa standardizzazione delle regole sul funzionamento delle società quotate è sicuramente un elemento di valutazione da tenere presente.

Anche le modalità di presentazione della proposta di introdurre la maggioranza sono articolate. Come per le altre modifiche statutarie, la proposta può essere presentata all'assemblea dal CdA che è chiamato a motivarla in ragione dell'interesse della società; un procedimento endoconsiliare, con l'eventuale coinvolgimento di un comitato, anche ad hoc, o di amministratori indipendenti, potrebbe garantire una maggiore ponderazione di questo interesse, anche in caso di assetti proprietari concentrati. La proposta, può provenire anche dai soci attraverso la richiesta (da parte di soci che rappresentano un ventesimo del capitale sociale) di convocazione di un'assemblea *ad hoc* (ex art. 2367 c.c.) o attraverso l'integrazione dell'ordine del giorno di un'assemblea già convocata: in questi ultimi casi, il Cda normalmente potrebbe commentare la proposta del socio.

Inoltre, la valutazione sull'introduzione della maggioranza potrebbe essere condizionata in concreto dagli assetti di governance della società in termini di rappresentanza negli organi sociali delle minoranze o previsione del dividendo maggiorato (ex art. 127-*quater* Tuf).

¹⁸ In allegato alla circolare Tabella riepilogativa delle scelte statutarie in materia di voto maggiorato.

Attraverso queste innovazioni, nel sistema permane, quale vincolo fondamentale in ordine al diritto di voto nelle società per azioni, solo il divieto di emettere azioni prive del diritto di voto o con voto limitato in misura superiore alla metà del capitale sociale¹⁹.

¹⁹ Il decreto legge n. 91/2014 ha abrogato anche il divieto di introdurre nello statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio clausole di voto massimo o di voto scalare (questo tema sarà trattato in altra circolare di prossima pubblicazione).

Parte I - Le azioni a voto plurimo

Il decreto legge n. 91/2014 regola le azioni a voto plurimo modificando l'articolo 2351 c.c., introducendo nel Tuf un nuovo articolo 127-*sexies* e modificando l'articolo 212 delle disposizioni per l'attuazione del codice civile.

L'articolo 2351 c.c., nel disciplinare il diritto di voto nelle società per azioni, prevedeva, al quarto comma, il divieto di emettere azioni a voto plurimo. Questo divieto viene abrogato e si stabilisce che, salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo, anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Ciascuna azione può avere fino ad un massimo di tre voti.

Nel Tuf, all'articolo 127-*quinquies*, sono disciplinate le azioni a voto plurimo nelle società quotate secondo i seguenti principi: gli statuti delle società quotate non possono prevedere l'emissione di azioni a voto plurimo; le azioni emesse anteriormente alle negoziazioni mantengono i loro diritti; la società quotata con azioni a voto plurimo può emettere nuove azioni a voto plurimo per mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni in caso di aumento di capitale, fusione e scissione.

Infine, l'articolo 212 delle disposizioni per l'attuazione del codice civile stabilisce maggioranze speciali rafforzate per le delibere societarie volte a creare categorie di azioni a voto plurimo nelle società iscritte nel Registro delle imprese prima del 31 agosto 2014.

1. Inquadramento delle azioni a voto plurimo

La creazione di azioni a voto plurimo supera il principio "un'azione un voto", nel senso di un ampliamento.

L'attribuzione del voto plurimo può riguardare una parte delle azioni di cui si compone il capitale sociale, nel qual caso esse costituiscono una categoria di azioni (nel senso di classe di azioni dotate di diritti diversi rispetto a quelli delle restanti azioni di cui si compone il capitale sociale), oppure può investire l'intero complesso di azioni di cui si compone il capitale sociale senza che quindi si configuri nella società una categoria di azioni speciali con un diritto di voto diverso dalle altre.

a) Classi di azioni a voto plurimo

L'attribuzione del voto plurimo solo ad una classe di azioni, le quali quindi costituiscono una categoria, comporta una serie di conseguenze.

La prima conseguenza è costituita dal fatto che il voto plurimo non può essere attribuito ad una singola azione ma deve riguardare una pluralità di azioni²⁰. La categoria designa nelle società per azioni una serie di azioni, omogenee per contenuto e fungibili tra loro, che presentano caratteristiche difforni da quelle ordinarie²¹.

La categoria individua inoltre un gruppo organizzato di possessori di azioni dotate di diritti speciali in cui la tutela delle posizioni giuridiche speciali incorporate nella categoria passa attraverso il metodo assembleare e il principio di maggioranza. Secondo l'articolo 2376 c.c., se esistono diverse categorie di azioni, le deliberazioni dell'assemblea che ne pregiudicano i diritti devono essere approvate anche dall'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata. Significativo in questo senso è la regola relativa alle azioni a voto plurimo nelle società quotate²² secondo cui, se la società non si avvale della facoltà prevista dal legislatore di emettere azioni a voto plurimo nelle operazioni di aumento di capitale, fusione o scissione, al fine di mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni, non occorre un'approvazione delle delibere da parte dell'assemblea speciale ai sensi dell'articolo 2376²³. Tale indicazione pare presupporre, infatti, che le delibere lesive degli interessi della categoria delle azioni a voto plurimo devono essere approvate dall'assemblea speciale di categoria.

Il suddetto principio comporta che la conversione delle azioni a voto plurimo in azioni ordinarie deliberata dall'assemblea deve essere approvata anche dall'assemblea speciale degli azionisti a voto plurimo.

b) Voto plurimo attribuito a tutte le azioni

Appare inoltre possibile attribuire il voto plurimo a tutte le azioni di cui si compone il capitale, in base ad una serie di considerazioni.

In primo luogo, il codice civile, nell'atto di attribuire allo statuto il potere di creare categorie di azioni prive del diritto di voto o con diritto di voto limitato, stabilisce che il

²⁰ M. BIONE, *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in Giur. Comm. 2011, I, p. 665, nota 7.

²¹ M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato Colombo Portale delle società per azioni*, vol 2*, Torino, 1991, p. 45.

²² Su cui amplius infra.

²³ Articolo 127-sexies, quarto comma, del Tuf.

valore di tali azioni non possa superare la metà del capitale sociale²⁴. Un analogo limite non è riproposto dal legislatore in merito alle azioni a voto plurimo. Già l'assenza di un'espressa previsione in tal senso porta a ritenere quindi che possano essere emesse azioni a voto plurimo anche in misura superiore alla metà del capitale sociale fino a coinvolgere l'intero capitale²⁵.

Sotto un profilo sistematico, poi, dopo le innovazioni arrecate alla disciplina in tema di società per azioni con la riforma del 2003, non appare più necessaria la presenza di una parte di azioni aventi i diritti attribuiti *ex lege* alle azioni. Alla luce del principio di atipicità della partecipazione azionaria, infatti, la necessità di partecipazioni azionarie con contenuti corrispondenti a quelli tipizzati dal legislatore sembra un elemento non più indefettibile²⁶. Di conseguenza è possibile che la società per azioni strutturi l'intera composizione della partecipazione sociale in azioni dotate di diritti che non corrispondono a quelli previsti in via ordinaria dal legislatore.

Si ritiene, del resto, condivisibile questa linea interpretativa anche perché la configurazione dell'assetto della società con azioni tutte a voto plurimo potrebbe essere idoneo a soddisfare una pluralità di interessi dei soci. Si pensi alle ipotesi di società il cui capitale sia interamente rappresentato da azioni a voto plurimo tra loro distinte in più categorie, come nel caso di azioni dotate di voti plurimi in misura tra loro differente (una categoria A con due diritti di voto per azione e ad una categoria B con tre diritti di voto) o relative ad ambiti di materia differenziati (una categoria A dotata di voto plurimo con riferimento a determinate delibere e una categoria B con voto plurimo in ordine ad altre delibere²⁷). Si pensi ancora all'ipotesi di società il cui capitale sia interamente rappresentato da azioni a voto plurimo che si convertono automaticamente

²⁴ Articolo 2351, secondo comma, c.c.

²⁵ In questo senso v. N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione dl diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, Approfondimento del 29 settembre 2014, pag. 11, reperibile su giustizia.civile.com; P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a M. Libertini*, Milano, 2015, p. 8.

²⁶ M. NOTARI, *Articolo 2348*, in *Commentario Marchetti alla riforma delle società*, Milano, 2008, p. 160; indica la soluzione opposta ma con riferimento alla situazione precedente alla riforma del 2003 C. ANGELICI, *Le azioni*, in *Commentario Schlesinger al codice civile*, Milano, 1992, p. 67.

²⁷ Cfr. gli [orientamenti](#) in tema di azioni a voto plurimo del Consiglio notarile di Firenze Pistoia e Prato (massima 48) secondo cui è legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata che riconosca a diverse categorie di azioni un diritto di voto plurimo, differenziandolo in relazione alle materie all'ordine del giorno (dividendo il capitale, ad es., in azioni di categoria B, con diritto di voto plurimo sulle delibere di nomina e revoca del collegio sindacale e di approvazione di specifiche operazioni sottoposte all'autorizzazione assembleare, ex art. 2364, n. 5, c.c., e in azioni di categoria A, con diritto di voto plurimo su tutte le altre deliberazioni da assumersi in sede ordinaria, riconoscendo infine a tutte le azioni un diritto di voto ordinario per le deliberazioni dell'assemblea straordinaria).

in azioni ordinarie al momento del loro trasferimento: configurazione questa che rafforza il potere dei partecipanti originari che non le trasferiscano.

2. Il contenuto delle azioni a voto plurimo

Il contenuto dell'azione a voto plurimo consiste nell'attribuzione di un diritto di voto alla singola azione superiore all'unità fino ad un massimo di tre.

Possono quindi essere emesse azioni a voto plurimo con due o con tre voti.

a) *Voto plurimo decimale*

Al riguardo si è sollevato il problema dell'ammissibilità di azioni a voto plurimo con attribuzione di un diritto di voto superiore all'unità nella misura di decimali di voto (si pensi ad azioni con un numero di voti pari a 1,5 o a 2,5 voti). Alcuni commentatori²⁸ si sono espressi in senso negativo. La giustificazione di tale opinione sembra riposare sul dato letterale della norma secondo cui "ciascuna azione a voto plurimo può avere fino a un massimo di tre voti". In realtà questa previsione si limita a fissare il tetto massimo ai voti attribuibili senza occuparsi del tema in questione.

La questione sembra però porsi in termini di ammissibilità in generale dell'attribuzione ad un'azione non di un diritto completo (un voto) ma di una frazione di diritto. Al riguardo è da considerare che l'azione costituisce semplicemente un'unità di misura per determinare i diritti spettanti ai soci. Essa non ha quindi un nucleo di diritti ontologicamente predeterminato che non sia quello derivante da eventuali regole imperative previste dall'ordinamento. Poiché 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 (così come previsto dall'articolo 2351 cc), se ne dovrebbe desumere la possibilità che lo statuto attribuisca alla singola azione una porzione del diritto di voto in misura decimale²⁹. I problemi che possono derivare da tale configurazione sono attinenti esclusivamente al profilo operativo della spettanza del voto nel senso che per poter esercitare il voto il socio deve essere titolare di un complesso di azioni tali da cumulare frazioni di voto fino all'unità.

²⁸ Cfr. A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si "pesano": superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Le società*, 2014, p. 1053, nota 16.

²⁹ Nel medesimo senso v. B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, in *Riv. Dir. Comm.* 2014, II, p. 469, nota 9.

Il voto plurimo può essere variamente configurato in sede di autonomia statutaria. Esso può essere attribuito alle azioni: a) per ogni manifestazione del diritto di voto in assemblea; b) limitatamente a certi argomenti; c) subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative.

b) Voto plurimo per argomenti

La limitazione a “particolari argomenti” può essere intesa tanto come riferita alla tipologia di assemblea, quanto come riferita ad una certa materia. Si può pensare quindi ad azioni con voto plurimo solo nelle assemblee ordinarie, oppure solo nelle assemblee straordinarie. Si può ancora pensare ad azioni a voto plurimo in relazione a particolari argomenti all’ordine del giorno (quali ad esempio la nomina degli amministratori, la nomina degli organi di controllo, l’approvazione del bilancio, l’approvazione di operazioni straordinarie deliberate dall’assemblea)³⁰, oppure a tutti gli argomenti ad eccezione di alcuni³¹.

Tali spazi di autonomia possono essere variamente combinati, attribuendo alle azioni voti plurimi differenziati a seconda dell’argomento (si può avere ad esempio un voto doppio sull’elezione degli amministratori e un voto triplo sulle operazioni straordinarie), oppure configurando più categorie di azioni con voti plurimi attribuiti su diverse materie (la categoria di azioni A può avere ad esempio un voto doppio sull’elezione degli amministratori e la categoria di azioni B può avere ad esempio un voto doppio sull’elezione dei sindaci).

c) Voto plurimo soggetto a condizione

Un approfondimento particolare merita il tema delle azioni con voto plurimo soggetto a condizione. La condizione presupposta dalla norma è quella per cui al verificarsi di un particolare evento previsto nello statuto si determina l’attribuzione di un voto plurimo (c.d. condizione sospensiva).

Per condizione si deve intendere quel fatto o atto, futuro ed incerto, interno o esterno alla società, da cui deriva l’attribuzione o il venir meno del voto plurimo. Essa deve essere determinata con chiarezza nello statuto.

³⁰ Il Consiglio notarile di Firenze Pistoia e Prato ritiene legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata con sistema tradizionale di amministrazione e controllo, che preveda la divisione del capitale in due distinte categorie di azioni, attribuendo a ciascuna di esse un diritto di voto plurimo sulle deliberazioni aventi ad oggetto, rispettivamente, la nomina degli amministratori e la nomina del collegio sindacale (cfr. gli [orientamenti](#) in tema di azioni a voto plurimo, massima 47, consultabili presso l’indirizzo elettronico).

³¹ M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio “un’azione un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, in Riv. Not. 2014, I, p. 934.

L'unico limite previsto dall'articolo 2351 consiste nel divieto di prevedere condizioni meramente potestative. In tema di condizioni contrattuali si considera meramente potestativa la condizione che dipende dalla semplice manifestazione di volontà di una delle parti³². La giurisprudenza di legittimità, nell'esaminare la condizione nel contratto, ha affermato che "la condizione è "meramente potestativa" quando consiste in un fatto volontario il cui compimento o la cui omissione non dipende da seri o apprezzabili motivi, ma dal mero arbitrio della parte, mentre è "potestativa" quando la volontà del debitore dipende da un complesso di motivi connessi ad apprezzabili interessi che, pur essendo rimessi all'esclusiva valutazione di una parte, agiscano sulla sua volontà determinandola in un certo senso"³³.

d) Voto plurimo soggetto a condizione risolutiva

La prima questione è se sia ammissibile la previsione di azioni a voto plurimo cui si accompagni una condizione al verificarsi della quale il voto maggiorato, inizialmente attribuito all'azione, venga meno e l'azione si converta automaticamente in un'azione ordinaria (c.d. condizione risolutiva).

In tema di azioni a voto limitato si è posto in luce come non vi sarebbero ostacoli a prevedere categorie di azioni a voto pieno, ma risolutivamente condizionato al verificarsi di una certa condizione³⁴. Si ritiene che una tale soluzione possa essere estesa anche alle azioni a voto plurimo, prevedendo quindi che l'avveramento di una certa condizione determini il venir meno del voto plurimo e l'automatica conversione delle azioni in azioni ordinarie.

e) Tipologie di condizioni

La condizione apposta alle azioni a voto plurimo potrebbe essere costruita nel senso di attribuire un numero di voti superiori all'unità in via definitiva, per un certo periodo di tempo, per un certo numero di assemblee.

Per le azioni a voto limitato si è riconosciuta la possibilità di un diritto di voto "ad intermittenza", con ciò intendendo far riferimento al fatto che "il diritto di voto sia sospensivamente o risolutivamente condizionato ed emerga o venga meno solamente

³² Articolo 1355 c.c.

³³ Da ultimo Cass. Civ. 21 maggio 2007, n. 11774; Cass. Civ. 16 gennaio 2006, n. 728.

³⁴ V. N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in Trattato di diritto commerciale Cottino, Padova, 2010, p. 297; A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in Riv. Soc. 2003, p. 1294.

al verificarsi di una certa condizione, astrattamente idonea a verificarsi più volte nel tempo”³⁵. Anche questa soluzione appare estensibile al voto plurimo.

L’individuazione di condizioni che determinano il sorgere o il venir meno del voto plurimo può consentire una estrema personalizzazione della categoria azionaria alle esigenze della società.

Un’applicazione di questo principio emerge in quell’orientamento notarile che considera “legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata che riconosca ad una categoria di azioni il diritto di voto plurimo, subordinandolo alla condizione che i titolari di tali azioni abbiano conservato continuativamente il possesso delle stesse per un arco temporale minimo, la cui durata è liberamente determinabile dallo statuto”³⁶. Si tratta di una particolare condizione che premia la “fedeltà” dell’investimento da parte dell’azionista in modo analogo all’istituto del voto maggiorato.

Altre condizioni di natura sospensiva potrebbero essere individuate nel mancato raggiungimento di determinati risultati di redditività della partecipazione (per esempio mancata distribuzione di utili per un certo numero di esercizi), nel mancato raggiungimento di determinati risultati economici (verificarsi di perdite, mancato raggiungimento di obiettivi di fatturato), in situazioni interne alla società (quali il superamento di un certo numero di azionisti).

Tra le condizioni risolutive potrebbe essere contemplata l’ipotesi del trasferimento dell’azione a voto plurimo. Si pensi alla clausola in base alla quale il trasferimento della titolarità dell’azione determina la sua conversione in azione ordinaria³⁷.

Si può anche pensare ad un’attribuzione di azioni a voto plurimo collegata alla sussistenza di un rapporto di lavoro con la società. Lo statuto potrebbe prevedere una classe di azioni a voto plurimo attribuite a soggetti legati alla società in base ad un certo rapporto di lavoro soggette alla condizione per cui il voto plurimo venga meno alla

³⁵ A. ANGELILLIS, M. L. VITALI, *Articolo 2351*, in Commentario Marchetti alla riforma delle società, Milano, 2008, p. 427.

³⁶ Cfr. la massima n. 48 degli orientamenti in tema di azioni a voto plurimo del Consiglio notarile di Firenze Pistoia e Prato, cit..

³⁷ Cfr. la massima n. 48 degli orientamenti in tema di azioni a voto plurimo del Consiglio notarile di Firenze Pistoia e Prato, cit. secondo cui è “legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata che, nel riconoscere il diritto di voto plurimo ad una categoria di azioni, preveda la loro conversione in azioni senza voto in caso di alienazione delle stesse; lo statuto dovrà, in tal caso, prevedere appositi meccanismi diretti a garantire che almeno la metà delle azioni sia rappresentato da azioni a voto unitario o plurimo”.

cessazione del rapporto di lavoro. Si tratterebbe in questo caso di azioni a voto plurimo con condizione risolutiva.

f) Modalità di verifica dell'avveramento della condizione

Un'altra questione riguarda quale sia l'organo deputato a verificare l'avveramento della condizione, considerato che la legge non dice nulla sul punto. La dottrina che si è occupata dell'argomento relativamente alle azioni a voto limitato ha espresso due orientamenti. Secondo un primo orientamento³⁸, tale incombenza dovrebbe spettare al presidente dell'assemblea ai sensi dell'articolo 2371 cc. Secondo un secondo orientamento³⁹ invece tale potere spetta all'organo di gestione.

Il punto può essere disciplinato a livello statutario. Sembra pacifico che lo statuto possa affidare tale compito all'organo amministrativo il quale prima dello svolgimento dell'assemblea accerta l'avveramento della condizione e la conseguente legittimazione del socio all'esercizio del voto plurimo (nel caso di condizione sospensiva) o il venir meno del voto plurimo (nel caso di condizione risolutiva). Sembra giustificata anche l'attribuzione in via statutaria al presidente dell'assemblea del potere di verificare l'avveramento della condizione. L'area di competenza spettante al presidente dell'assemblea nel verificare la legittimazione del socio è tema discusso⁴⁰. L'orientamento prevalente si esprime nel senso che al presidente spetta la verifica non solo delle legittimazioni secondarie (le deleghe), ma anche di quelle primarie (quale può considerarsi l'avveramento della condizione)⁴¹.

³⁸ F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e di strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, p. 96.

³⁹ A. ANGELILLIS M. L. VITALI, *Articolo 2351*, in Commentario Marchetti alla riforma delle società, Milano, 2008, p. 424.

⁴⁰ Il punto non è pacifico. Vi è chi ritiene che il termine legittimazione presenta una natura ampia tale da comprendere non solo le legittimazioni derivate ma anche quelle primarie (cfr. F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e di strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, cit., p. 96, nota 67). Vi è chi invece si esprime nel senso che il controllo circa la legittimazione a intervenire sia un controllo formale, che non può spingersi all'accertamento dei titoli, anche nel caso in cui sorgano contestazioni in merito (R. MASSA-FELSANI, *Il ruolo del presidente nell'assemblea della spa*, Milano, 2004, p. 217). Altri sono dell'opinione secondo cui la necessità di non compromettere il regolare svolgimento dell'assemblea comporta che il presidente debba procedere a una più approfondita verifica soltanto in caso di contestazioni (F. BENCINI, *Art. 2371 c.c.*, in *Codice commentato delle società*, a cura di Abriani-Stella Richter, Torino, 2010, p. 930 ss.).

⁴¹ Significativo in questo senso N. ABRIANI, *Partecipazione azionaria, categorie, strumenti finanziari*, cit., p. 298, secondo cui «in assenza di un'espressa previsione statutaria, a tale compito [controllo di legittimità in punto di avveramento della condizione] saranno chiamati i consiglieri di amministrazione, nonché, sulla base delle informazioni da questo ricevute, il presidente dell'assemblea, in sede di accertamento della legittimazione dei presenti e dei risultati delle votazioni»; nonché, A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1295.

g) Voto plurimo soggetto a termine

Se pure non espressamente indicato dal legislatore, in base al principio di atipicità delle categorie azionarie, non vi possono essere dubbi che si possano creare azioni con voto plurimo soggetto a termine iniziale (che sorge a partire da una certa data futura e certa) o finale (che viene meno ad una certa data futura e certa).

h) Combinazione del voto plurimo con altri diritti speciali

Sempre in considerazione del principio di atipicità delle categorie azionarie, lo statuto può determinare liberamente il contenuto delle azioni delle varie categorie, combinando vari profili di specialità. Questo significa che lo statuto può creare un'unica categoria azionaria che coniughi il voto plurimo con altri diritti speciali inerenti profili patrimoniali o amministrativi.

La diversità del diritto non consiste necessariamente in un privilegio (rispetto alle azioni ordinarie), ma può sostanziarsi anche in una diversità "peggiorativa"⁴². Lo statuto può quindi configurare azioni a voto plurimo con privilegi patrimoniali oppure con diritti patrimoniali diminuiti rispetto alle azioni ordinarie (in termini di partecipazione agli utili, partecipazioni alle perdite, partecipazione alla quota di liquidazione).

3. Il procedimento di emissione delle azioni a voto plurimo

Il procedimento con cui si arriva all'emissione di azioni a voto plurimo si compone di due operazioni tra loro logicamente distinte.

La prima operazione è costituita dall'introduzione di una clausola statutaria che prevede le azioni dotate di voto plurimo, definendone le caratteristiche.

La seconda operazione è costituita dal meccanismo giuridico che porta alla concreta emissione delle azioni speciali.

Queste due operazioni possono essere realizzate congiuntamente oppure in fasi temporali differenziate: si pensi, ad esempio, ad una delibera di assemblea straordinaria che introduce le azioni a voto plurimo convertendo le azioni ordinarie già emesse; in alternativa vi può essere una prima delibera che modifica lo statuto introducendo la clausola relativa alle azioni a voto plurimo e una successiva delibera di aumento del capitale sociale con emissione delle predette azioni.

⁴² Cfr. P. SFAMENI, *Articolo 2350*, in *Commentario Marchetti alla riforma delle società*, Milano, 2008, p. 249.

a) La clausola statutaria di previsione delle azioni a voto plurimo

La clausola statutaria che introduce le azioni a voto plurimo può essere prevista al momento di costituzione della società oppure può essere inserita in sede di successiva modifica dello statuto.

La creazione ed emissione di azioni a voto plurimo in fase di costituzione della società non sembra creare particolari problemi interpretativi, considerato che tutti i soci esprimono il consenso alla creazione e all'emissione delle suddette azioni secondo le modalità previste in sede di costituzione⁴³. Non vi sono quindi specifiche cautele da adottare a tutela dei soci, che non siano quelle derivanti dai principi generali, anche quando l'emissione non comprenda tutti gli azionisti ma solo parte di essi.

L'introduzione di una clausola che configura una categoria speciale di azioni dotate di voto plurimo in un momento successivo alla costituzione della società passa per una modifica dello statuto. Al riguardo, il legislatore ha previsto quorum deliberativi differenziati per adottare detta delibera a seconda che si tratti di società iscritte nel Registro delle imprese alla data del 31 agosto 2014 oppure di società iscritte successivamente.

Mentre per le società iscritte nel Registro delle imprese successivamente al 31 agosto 2014 vale invece il regime ordinario⁴⁴, il decreto legge n. 91/2014, al fine di rafforzare

⁴³ M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in Riv. Not. 2014, I, p. 936.

⁴⁴ È da ricordare che le regole sui quorum deliberativi e costitutivi dell'assemblea straordinaria delle società per azioni sono distinte tra società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

Sono società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio le società con azioni quotate nei mercati regolamentati o con azioni diffuse tra il pubblico in modo rilevante (articolo 2325bis cc). Per esse: (i) in prima convocazione l'assemblea straordinaria è regolarmente costituita quando è rappresentato almeno la metà del capitale sociale e delibera con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea (art. 2368, comma 2, c.c.); (ii) in seconda convocazione, l'assemblea è regolarmente costituita con la partecipazione di oltre un terzo del capitale sociale e delibera con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea (art. 2369, comma 3, c.c.); (iii) nelle convocazioni successive alla seconda, l'assemblea è regolarmente costituita quando è rappresentato almeno un quinto del capitale sociale e delibera con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea (art. 2369, comma 7); (iv) in caso di convocazione unica, l'assemblea è regolarmente costituita quando è rappresentato almeno un quinto del capitale sociale e delibera con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea (art. 2369, comma 1, c.c.).

Per le società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio si prevede che: a) l'assemblea straordinaria deliberi, in prima convocazione, con il voto favorevole di più della metà del capitale sociale; b) in seconda convocazione, l'assemblea straordinaria sia regolarmente costituita con la partecipazione di oltre un terzo del capitale sociale e deliberi con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea; c) per le delibere concernenti il cambiamento dell'oggetto sociale, la trasformazione della società, lo scioglimento anticipato, la proroga, la revoca dello stato di liquidazione, il

la tutela di quei soci che partecipano in società create nel previgente ambiente normativo ove vigeva il divieto di azioni a voto plurimo, impone che la delibera di modifica dello statuto diretta alla creazione di azioni a voto plurimo sia adottata, anche in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea, quando riguardi società già iscritte nel Registro delle imprese alla data del 31 agosto 2014⁴⁵.

Tale indicazione non sembra apportare novità con riferimento alle società aperte per le quali già si prevede che in prima convocazione l'assemblea straordinaria è regolarmente costituita quando è rappresentata almeno la metà del capitale sociale e delibera con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea. Per le società chiuse invece mentre il regime ordinario prevede che l'assemblea straordinaria deliberi, in prima convocazione, con il voto favorevole di più della metà del capitale sociale, la disciplina in esame prevede un quorum deliberativo di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea. Si pone un problema del rapporto tra il citato quorum speciale in tema di voto plurimo e il quorum generale, considerato che mentre il primo si riferisce al capitale sociale, il secondo considera il capitale rappresentato in assemblea. Se il fine della regola speciale è quello di rafforzare la tutela dei soci rispetto al regime ordinario non si può che concludere nel senso del cumulo dei due quorum⁴⁶. In altre parole, l'assemblea straordinaria deve deliberare, in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale presente in assemblea che rappresenti complessivamente anche più della metà del capitale sociale.

Merita di essere segnalato che, nel caso in cui lo statuto richieda maggioranze più elevate per l'adozione delle delibere dell'assemblea straordinaria, queste devono essere comunque osservate.

trasferimento della sede sociale all'estero e l'emissione di azioni prive o con limitazioni del diritto di voto, l'assemblea deliberi con il voto favorevole di un terzo del capitale sociale.

⁴⁵ Articolo 212 delle disposizioni per l'attuazione del codice civile così come modificato dal decreto legge n. 91/2014.

⁴⁶ La dottrina (P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a M. Libertini*, Milano, 2015, p. 6) giustamente sottolinea che "rapportando la percentuale necessaria per l'approvazione della delibera al capitale rappresentato in assemblea, l'incremento dei voti necessari per l'approvazione della delibera rispetto all'ordinario (50% del capitale sociale) si realizza solo nel caso in cui si presentino al voto soci in misura superiore al 75% del capitale sociale, laddove, nel caso in cui l'affluenza sia più bassa, l'effetto sarà quello non dell'aumento, ma della riduzione dei consensi necessari".

b) Emissione di azioni a voto plurimo attraverso la conversione delle azioni

Due sono i possibili meccanismi giuridici di emissione delle azioni a voto plurimo. Il primo consiste nella conversione delle azioni ordinarie in azioni a voto plurimo; il secondo consiste in un aumento di capitale dedicato con emissione (anche) di azioni a voto plurimo.

Una certa attenzione deve essere posta nella configurazione delle modalità attraverso cui avviene l'emissione, anche alla luce del principio di parità di trattamento degli azionisti⁴⁷.

Per quanto riguarda il meccanismo della conversione, non comporta particolari problemi la conversione di tutte le azioni in azioni a voto plurimo, che può essere adottata con un procedimento assembleare di modifica dello statuto.

È da ritenere non comporti problemi anche la conversione di parte delle azioni quando viene approvata con un voto unanime di tutti i soci.

Maggiori difficoltà incontra l'ipotesi di conversione di una parte delle azioni deliberata a maggioranza. Vi è chi ritiene⁴⁸ che i soci di maggioranza non possano votare anche (o solo) la conversione delle loro azioni ordinarie in azioni a voto plurimo in quanto si tratterebbe di disparità di trattamento tra soci qualificabile come abuso della maggioranza a danno della minoranza. Altri⁴⁹, in senso analogo, alla luce del principio di parità di trattamento degli azionisti, escludono la possibilità di operare conversioni in azioni a voto plurimo di alcune categorie preesistenti selettivamente individuate o a favore di alcuni azionisti. Conformemente a queste letture si ritiene che la conversione di parte delle azioni in azioni a voto plurimo non sia legittima se deliberata a maggioranza dei soci.

⁴⁷ Senza entrare in un approfondimento specifico sul tema ricordiamo solo come un tale principio è espressamente indicato per le società con azioni quotate (cfr. art. 92 del Tuf secondo cui gli emittenti quotati assicurano il medesimo trattamento a tutti i portatori di strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni) ed è contenuto anche tra i principi della c.d. II direttiva societaria (cfr. art. 46 della direttiva 2012/30/UE, sul coordinamento delle garanzie per la tutela degli interessi dei soci e dei terzi relativamente alla costituzione della società e alla salvaguardia del capitale sociale, in base al quale gli Stati membri devono applicare la direttiva salvaguardando la parità di trattamento degli azionisti che si trovano in identiche condizioni). Sul tema per tutti F. D'ALESSANDRO, *La seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in Riv. Soc. 1987, p. 1.

⁴⁸ Cfr. A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si "pesano": superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Le società*, 2014, p. 1056.

⁴⁹ Cfr. N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione dl diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, Approfondimento del 29 settembre 2014, pag. 15, reperibile su www.giustizia.civile.com.

c) *Emissione di azioni a voto plurimo attraverso l'aumento di capitale.*

Il secondo meccanismo è quello dell'aumento di capitale con emissione di azioni a voto plurimo.

L'aumento di capitale può essere gratuito o a pagamento.

Nel caso di aumento gratuito, l'articolo 2442 c.c. prevede, al secondo comma, che le azioni di nuova emissione abbiano le medesime caratteristiche di quelle in circolazione. Questa disposizione si considera inderogabile⁵⁰. Se si aderisce a questa impostazione ne derivano due conseguenze: non si possono emettere azioni a voto plurimo in sede di aumento gratuito quando esse non siano già presenti nel capitale; l'emissione deve avvenire in misura proporzionale alla loro presenza nel capitale.

Nel caso in cui il meccanismo di emissione consista in un aumento di capitale a pagamento dedicato, non sorgono particolari problemi quando le azioni sono offerte in opzione a tutti gli azionisti⁵¹.

Sono da ritenere ammissibili anche gli aumenti di capitale con emissione di azioni a voto plurimo che avvengono con esclusione o limitazione dei diritti di opzione⁵². In base all'articolo 2441 cc, il diritto di opzione non spetta ovvero può essere escluso o limitato: a) in caso di conferimento in natura; b) quando l'interesse della società lo esige; c) quando le azioni siano offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società, di società controllanti o controllate.

L'aumento di capitale avente ad oggetto azioni a voto plurimo, che avviene con esclusione o limitazione dei diritti di opzione, deve essere realizzato nel pieno rispetto dei requisiti di legge, con particolare riguardo all'individuazione dell'interesse sociale perseguito e al nesso di strumentalità tra interesse sociale e aumento di capitale proposto⁵³.

⁵⁰ F. PLATANIA, *Art. 2442*, in G. LO CASCIO (a cura di), *La riforma del diritto societario*, vol. 6, Milano, 2003, p. 509.

⁵¹ M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione un voto": tra azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, in Riv. Not. 2014, I, p. 939.

⁵² Per la dottrina in tal senso v. M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione un voto": tra azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, in Riv. Not. 2014, I, p. 939; N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggioranza del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, Approfondimento del 29 settembre 2014, pag. 15, reperibile su giustizia.civile.com.

⁵³ Sul punto P. MARCHETTI, *Articolo 22*, in *Commento al D.P.R. 10 febbraio 1986, n. 30*, NLCC 1988, p. 183.

L'emissione di azioni a voto plurimo all'interno di operazioni di aumento di capitale con esclusione o limitazione dei diritti di opzione pone anche un problema di corretta determinazione del prezzo di emissione. Il potenziamento del diritto di voto spettante alle singole azioni può infatti costituire un elemento che rileva nel momento in cui si definisce il valore economico dell'azione⁵⁴. Si pone quindi il problema di una corretta valorizzazione in sede di emissione di questo plusvalore immanente nelle azioni a voto plurimo⁵⁵.

Delineati i meccanismi giuridici astrattamente utilizzabili, la concreta scelta operativa tra essi discende dalle motivazioni che inducono ad emettere queste azioni. Nel caso in cui si voglia raccogliere capitale di rischio evitando la diluizione del potere di controllo, si potrà pensare ad una conversione delle azioni ordinarie in azioni a voto plurimo e ad un successivo aumento di capitale con emissione di azioni ordinarie. Nel caso in cui invece si intende accogliere nuovi soci cui attribuire un voto potenziato, eventualmente su certe delibere, si procederà con un aumento di capitale dedicato con esclusione del diritto di opzione.

4. Azioni a voto plurimo e diritto di recesso

Un ulteriore problema riguarda la sussistenza di un diritto di recesso nel caso di introduzione nello statuto delle azioni a voto plurimo.

Secondo l'articolo 2437, primo comma, lett. g), c.c., i soci che non hanno concorso alle delibere riguardanti le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto hanno un diritto di recesso dalla società, per tutte o parte delle loro azioni.

Il problema è stabilire se le delibere che introducono la categoria delle azioni a voto plurimo rientrano nella predetta lettera g) dell'articolo 2437.

Parte significativa della dottrina che si è occupata dell'argomento per le azioni a voto plurimo sostiene che le delibere in questione incidono sul diritto di voto degli azionisti e di conseguenza spetta ai soci il diritto di recesso⁵⁶. È discusso il momento di

⁵⁴ Sottolinea questo profilo P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a M. Libertini*, Milano, 2015, p. 7.

⁵⁵ In dottrina (G. MUCCIARELLI, *Il sopraprezzo delle azioni*, Milano, 1997, p. 275) si ritiene che la fissazione di sopraprezzi diversi, per azioni appartenenti a categorie diverse, è sicuramente ammissibile e può tener conto, se pure a certe condizioni, dei diversi diritti incorporati. La giurisprudenza (Trib. Milano 10 novembre 1989, in *Le società* 1990, p. 488) si è espressa nel senso che la società ha un'ampia discrezionalità nella fissazione del sovrapprezzo che può tener conto dei diversi prezzi di mercato, attribuendo un sovrapprezzo diverso per le varie categorie di azioni.

⁵⁶ M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Riv. Not.* 2014, I, p. 938; N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione di*

maturazione del diritto. Mentre per alcuni⁵⁷ il diritto maturerebbe al momento in cui lo statuto viene modificato con l'introduzione della possibilità di emettere azioni a voto plurimo. Nel caso in cui quindi lo statuto sia modificato anteriormente alla delibera di aumento di capitale è già da questo momento che sorgerebbe il diritto di recesso. Per altri invece è solo con l'emissione che matura il diritto di recesso⁵⁸

Non è da escludere però che si possa arrivare anche ad una diversa soluzione al problema.

Il punto di partenza è proprio quale sia il significato da attribuire alla nozione di "modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto". Il tema è discusso e si pone un'alternativa tra un'interpretazione restrittiva della norma e una estensiva. L'interpretazione restrittiva è quella per cui la formula normativa dovrebbe far riferimento solo a quelle deliberazioni che incidano direttamente sui diritti di voto dei soci modificandoli⁵⁹. Gli esempi riguardano le modifiche dei diritti speciali delle categorie azionarie, l'introduzione di limiti quantitativi all'esercizio del diritto di voto, le delibere che riducano le azioni ordinarie in azioni a voto limitato. L'interpretazione estensiva è quella che comprende nell'ambito di applicazione della norma anche le modifiche che solo indirettamente possono incidere sul diritto di voto⁶⁰. Uno degli esempi che la dottrina indica di modifica indiretta è costituita proprio dalle delibere che introducendo particolari categorie di azioni legittimerebbero il recesso dei titolari di altre azioni che vedrebbero diminuito il loro potere di voto⁶¹.

diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi, Approfondimento del 29 settembre 2014, pag. 15, reperibile su giustizia.civile.com; G. GUIZZI, *La maggioranza del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corr giur* 2015, p. 159; M. LIBERTINI, in M. LIBERTINI C. ANGELICI, *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, di prossima pubblicazione su *Riv dir comm* 2015; P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a M. Libertini*, Milano, 2015, p. 7.

⁵⁷ M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione un voto": tra azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, in *Riv. Not.* 2014, I, p. 938.

⁵⁸ P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a M. Libertini*, Milano, 2015, p. 8.

⁵⁹ In questo senso V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur comm* 2005, I, p. 295; D. GALLETTI, *Articolo 2437*, in *Il nuovo diritto delle società Maffei Alberti*, Padova, 2005, p. 1509; F. CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv soc* 2005, p. 495; V. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Campobasso*, Torino, 2007, vol. 3, p. 228; G. MARASÀ, *Articolo 2437*, in *Commentario romano al diritto delle società*, Padova, 2011, p. 784.

⁶⁰ V. A. PACIELLO, *Articolo 2437*, in *Società di capitali - Commentario Niccolini Stagno d'Alcontres*, Napoli, 2004, p. 1114; A. DACCÒ, *Il recesso nelle spa*, in O. CAGNASSO L. PANZANI (diretta da), *Le nuove spa*, Bologna, 2011, p. 1414.

⁶¹ G. MARASÀ, *Articolo 2437*, in *Commentario romano al diritto delle società*, Padova, 2011, p. 784.

Sulla scia di questo indirizzo si pone anche una recente giurisprudenza⁶² secondo cui “appare maggiormente convincente l’interpretazione restrittiva della norma, ispirata a ragioni di coerenza sistematica, secondo la quale il recesso sarebbe legittimato di fronte alle deliberazioni che hanno direttamente ad oggetto la modificazione dei diritti di voto o di partecipazione dei soci. Rientrerebbero in tale fattispecie, ad esempio, le deliberazioni avente ad oggetto l’introduzione di limiti quantitativi all’esercizio del diritto di voto o del voto a scalare. In altre parole, sarebbero suscettibili di legittimare l’esercizio del recesso solo le modifiche che incidono pariteticamente, sia sul piano qualitativo sia sul piano quantitativo, sul diritto di voto di ciascun socio”.

Con riguardo alla spettanza del diritto di recesso in caso di introduzione di azioni a voto plurimo, quindi, un secondo filone dottrinale⁶³ si esprime in senso negativo nel presupposto che la disposizione del codice civile sul diritto di recesso riguarda non tanto l’attribuzione quanto la disciplina in via generale dell’esercizio dei diritti di voto in quanto tale e non del modo in cui è ripartita tra gli azionisti.

Nel caso in cui quindi si intendesse seguire l’interpretazione secondo cui la norma si riferisce alle sole modifiche dirette dei diritti di voto, l’emissione di azioni a voto plurimo non legittimerebbe il riconoscimento del diritto di recesso ai soci che non hanno concorso alla deliberazione.

5. L’impatto dell’emissione di azioni a voto plurimo sulle regole di diritto societario

L’emissione di azioni a voto plurimo impone una riflessione sui vari possibili impatti che essa determina in merito alle norme che regolano il funzionamento della società per azioni.

a) Azioni a voto plurimo e quorum costitutivi e deliberativi dell’assemblea

Una prima questione riguarda l’impatto sui principi di funzionamento dell’assemblea e in particolare sui quorum costitutivi e deliberativi dell’assemblea.

Mentre in tema di maggiorazione del diritto di voto il legislatore ha espressamente previsto che la maggiorazione del diritto di voto si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi⁶⁴, nulla si dice in ordine ai quorum

⁶² Cfr. Trib. Roma 30 aprile 2014.

⁶³ Cfr. C. ANGELICI, in M. LIBERTINI C. ANGELICI, *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, di prossima pubblicazione su Riv. Dir. Comm. 2015; P. MONTALENTI, *Intervento in Voto plurimo, voto maggiorato e modifiche dell’OPA*, di prossima pubblicazione su Giur. Comm. 2015.

⁶⁴ Articolo 127-*quinquies*, comma 8, TUF.

costitutivi e deliberativi delle società per azioni che hanno emesso azioni a voto plurimo.

Alcuni ritengono che i quorum costitutivi e deliberativi delle assemblee devono essere tarati sul capitale “in quanto (e come) dotato di diritti di voto (infatti se il voto plurimo non pesasse sui quorum perderebbe ogni sua rilevanza)”⁶⁵.

La soluzione interpretativa per cui i quorum costitutivi e deliberativi vanno calcolati secondo una misura di capitale sociale corretta in base al numero dei voti potenzialmente esprimibili appare ragionevole e conforme non solo ai principi espressi in tema di maggiorazione del diritto di voto ma anche alle regole di calcolo del quoziente costitutivo e deliberativo delle assemblee. Come noto, infatti, nella determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi non si deve tener conto delle azioni istituzionalmente prive del diritto di voto⁶⁶. Tali indicazioni, unitamente a quanto previsto in tema di maggiorazione del voto, sembrano costituire espressione di un principio di carattere generale secondo cui i quozienti costitutivi e deliberativi delle assemblee devono essere calcolati secondo una misura di capitale sociale che tenga conto (in aumento o in diminuzione) dei diritti di voto strutturalmente esercitabili⁶⁷.

Chiaramente tale affermazione di principio dovrà essere inserita nel contesto della concreta configurazione delle azioni a voto plurimo. Nel caso in cui, ad esempio, il voto plurimo sia attribuito solo per determinati argomenti occorrerà modulare il quorum a seconda di quale sia l'oggetto della delibera assembleare, tenendo conto del voto plurimo solo nelle assemblee dove esso sia esercitabile.

Resta comunque salva la facoltà dei soci quella di prevedere nello statuto regole in tema di quorum diverse dal regime sopra indicato (sempre nel rispetto dei principi generali in tema di quorum costitutivi di cui agli artt. 2368 e 2369 c.c.)⁶⁸ e quindi stabilire, ad esempio, un quorum costitutivo collegato ad una certa aliquota di capitale senza tener conto dei voti attribuiti dalle azioni a voto plurimo.

⁶⁵ M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio “un'azione un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in Riv. Not. 2014, I, p. 940.

⁶⁶ Artt. 2368 e 2369 c.c.

⁶⁷ Dubita invece che il numero dei voti rilevi per il quorum costitutivo P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a M. Libertini*, Milano, 2015, p. 11.

⁶⁸ Così B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, in Riv. Dir. Comm. 2014, II, p. 473.

b) Azioni a voto plurimo ed esercizio dei diritti amministrativi

Un secondo problema riguarda l'esercizio di quei diritti amministrativi, diversi dal diritto di voto, che sono per legge condizionati alla titolarità di una certa quota di capitale⁶⁹. Il problema risulta espressamente risolto in ordine al voto maggiorato per il quale si prevede che la maggiorazione del voto non ha effetto sui diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale⁷⁰. Ciò è la diretta ricaduta del fatto che il diritto speciale attribuito con il voto maggiorato riguarda solo il diritto di voto e non incide sugli altri diritti. Poiché anche le azioni a voto plurimo configurano un profilo di specialità solo con riferimento al diritto di voto, la soluzione normativa adottata in tema di voto maggiorato è applicabile anche in caso di azioni a voto plurimo⁷¹.

c) Azioni a voto plurimo e aumento di capitale a pagamento

Appare infine utile rammentare i principi applicabili agli aumenti di capitale a pagamento⁷² in presenza di una pluralità di categorie di azioni⁷³.

La società, quando vi sono una pluralità di categorie di azioni non ha l'obbligo di emettere azioni delle medesime categorie di quelle in circolazione in misura proporzionale⁷⁴. Essa è libera di emettere azioni di nuova categoria, azioni ordinarie, azioni delle categorie esistenti nella proporzione che ritiene più opportuna.

Gli azionisti di ciascuna categoria hanno il diritto di sottoscrivere nuove azioni della medesima categoria con precedenza rispetto agli altri azionisti e, in mancanza e per la

⁶⁹ Si pensi, a titolo di esempio, al diritto di richiedere la convocazione dell'assemblea (art. 2367 c.c.); al diritto di chiedere il rinvio dell'assemblea (art. 2374 c.c.); al diritto di impugnare le deliberazioni invalide (art. 2377 c.c.); al potere di denuncia al tribunale in caso di gravi irregolarità (art. 2409 c.c.); all'azione sociale di responsabilità esercitata dai soci (art. 2393-bis c.c.); al diritto di chiedere che il collegio sindacale su fati ritenuti censurabili ai sensi dell'articolo 2408, secondo comma, c.c..

⁷⁰ Art. 127-*quinquies*, comma 8, Tuf.

⁷¹ Così M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in Riv. Not. 2014, I, p. 940.

⁷² Nel caso di aumento gratuito del capitale il legislatore risolve direttamente i problemi più significativi prevedendo che, nell'aumento di capitale realizzato imputando a capitale le riserve, le azioni di nuova emissione devono avere le stesse caratteristiche di quelle in circolazione e devono essere assegnate gratuitamente agli azionisti in proporzione di quelle possedute (articolo 2442 c.c.).

⁷³ V. M. NOTARI, *Articolo 145*, in *Commentario Marchetti al TUF*, Milano, 1999, p. 1605; M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni Colombo Portale*, Torino, 1991, vol. 2*, p. 84; U. BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle spa*, in *Trattato di diritto privato Rescigno*, vol. 17, Torino, 1985, p. 100.

⁷⁴ M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni Colombo Portale*, Torino, 1991, vol. 2*, p. 84.

differenza, possono sottoscrivere azioni di altre categorie secondo un criterio di prossimità tipologica⁷⁵.

Una questione che appare non risolta è se l'aumento che non rispetti un criterio di proporzionalità rispetto alle categorie esistenti debba essere necessariamente approvato dall'assemblea speciale ex articolo 2376 cc. La dottrina appare divisa sul punto⁷⁶. Un indizio che potrebbe essere interpretato a favore della necessità dell'approvazione da parte dell'assemblea speciale potrebbe essere costituito dalla disciplina in materia di società quotate dove si specifica che, nel caso in cui la società aumenti il capitale senza emettere azioni a voto plurimo (così come la legge consente per mantenere inalterato il rapporto tra le categorie di azioni), la deliberazione non deve essere approvata dall'assemblea speciale degli azionisti a voto plurimo. Si potrebbe ritenere infatti che il legislatore si preoccupi per le società quotate di escludere l'approvazione dell'assemblea speciale proprio in considerazione del fatto che altrimenti tale adempimento sarebbe da considerare necessario.

6. Il voto plurimo nelle società quotate

Il decreto legge n. 91/2014 ha introdotto un nuovo articolo 127-sexies nel Tuf, dedicato a disciplinare le azioni a voto plurimo nelle società quotate. I principi che reggono la materia sono due: a) gli statuti delle società quotate non possono prevedere l'emissione di azioni a voto plurimo (sulla nozione di società quotate v. *infra*); b) le azioni a voto plurimo emesse dalla società anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato conservano le loro caratteristiche e diritti.

⁷⁵ B. PETRAZZINI, M. CALLEGARI, S. A. CERRATO, A. CAVANNA, *Le modificazioni dello statuto nelle spa*, in *Trattato di diritto privato Rescigno*, vol 16****, Torino, 2012, p. 383.

⁷⁶ Per la necessità dell'approvazione dell'assemblea speciale v. M. NOTARI, *Articolo 145*, in *Commentario Marchetti al TUF*, Milano, 1999, p. 1606; M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni Colombo Portale*, Torino, 1991, vol. 2*, p. 85; F. D'ALESSANDRO, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. Comm.* 1990, I, p. 578; G. B. PORTALE, *Uguaglianza e contratto: il caso dell'aumento del capitale sociale in presenza di più categorie di azioni*, in *Riv dir comm* 1990, I, p. 711; in senso contrario A. STAGNO D'ALCONTRES, *Articolo 2376*, in *Società di capitali – Commentario Niccolini Stagno d'Alcontres*, Napoli, 2004, p. 543; G. FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile Vassalli*, Torino, 1985, p. 455; R. COSTI, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, *Giur comm* 1990, I, p. 564; B. LIBONATI P. FERRO LUZZI, *Categorie di azioni e aumento di capitale con emissione di sole azioni ordinarie*, in *Riv dir comm* 1990, I, p. 703.

In giurisprudenza si occupano del problema dell'approvazione dell'assemblea speciale per eventuali pregiudizi di categoria Trib. Vicenza 10 febbraio 2003 in BBTC 2004, II, p. 574. In particolare nega la sussistenza di un "diritto al rango" Trib. Milano 8 luglio 2004, in *Giur it* 2005, p. 306.

a) Emissione di azioni a voto plurimo nelle società quotate in caso di operazioni straordinarie

Al fine di mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni, è comunque consentito alle società quotate che hanno emesso azioni a voto plurimo oppure le società quotate risultanti da una fusione o una scissione di tali società (e cioè di società con azioni a voto plurimo) emettere ulteriori azioni a voto plurimo in quattro fattispecie: a) aumento di capitale gratuito; b) aumento di capitale a pagamento, senza esclusione o limitazione del diritto d'opzione; c) fusione; d) scissione.

Le azioni a voto plurimo devono essere emesse con le medesime caratteristiche di quelle già emesse,

L'aumento di capitale a pagamento che avviene con esclusione o limitazione del diritto d'opzione dei soci non legittima l'emissione di ulteriori azioni a voto plurimo.

L'indicazione espressa delle finalità (mantenere inalterato il rapporto tra categorie di azioni) che giustificano l'emissione di azioni a voto plurimo nelle società quotate costituisce un principio guida sulle modalità con cui queste operazioni devono essere realizzate, nel senso che esse devono essere concepite e strutturate in modo tale da realizzare la predetta finalità. Nel caso di aumento di capitale, ad esempio, esso dovrebbe prevedere l'emissione di azioni a voto plurimo da attribuire agli azionisti a voto plurimo in misura tale da rispettare la proporzione con le altre categorie. In caso di fusione o scissione, si dovrebbe prevedere l'attribuzione di nuove azioni a voto plurimo in cambio delle azioni a voto plurimo sostituite.

L'articolo 127-sexies del Tuf fa salva una diversa previsione statutaria. Per poter correttamente definire lo spazio che può essere utilizzato in sede di autonomia statutaria, si deve muovere dal contesto normativo in cui essa si inserisce.

Nelle società quotate la possibilità di emettere azioni a voto plurimo costituisce una regola di carattere eccezionale esclusivamente volta a mantenere inalterato il rapporto tra categorie a fronte di un generale divieto di emissione di questa categoria di azioni.

È da escludere che la diversa previsione statutaria possa essere intesa nel senso di un ampliamento delle situazioni in cui la società è legittimata ad emettere azioni a voto plurimo. L'unico spazio che appare possibile è quindi quello di vietare in modo assoluto l'emissione delle predette azioni oppure di consentirla in limiti più ristretti rispetto a quelli indicati dal legislatore.

Secondo sempre l'articolo 127-*sexies*, nel caso in cui la società non si avvalga della facoltà di emettere nuove azioni a voto plurimo, in presenza di quelle operazioni che lo avrebbero legittimato, la deliberazione dell'assemblea che decide tali operazioni non deve essere approvata dall'assemblea speciale degli azionisti a voto plurimo.

b) Cumulo delle azioni a voto plurimo e degli altri istituti di rafforzamento del voto nelle società quotate

L'ultima regola prevista per le società quotate che abbiano emesso azioni a voto plurimo riguarda il possibile cumulo con gli altri meccanismi di ampliamento del diritto di voto. In particolare si prevede che, nel caso in cui la società quotata abbia emesso azioni a voto plurimo, essa non possa prevedere ulteriori maggiorazioni di diritti di voto a favore di singole categorie di azioni né possa inserire il meccanismo del voto maggiorato di cui all'articolo 127-*quinquies* del Tuf.

L'emissione del voto plurimo impedisce quindi, in caso di successiva quotazione della società, l'introduzione dell'istituto del voto maggiorato.

Parte II - La maggiorazione del voto

L'art. 127-*quinquies* Tuf prevede che gli statuti delle società quotate possono disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data di iscrizione in un apposito elenco. Lo statuto può inoltre prevedere che colui al quale spetta il diritto di voto maggiorato possa irrevocabilmente rinunciare, in tutto o in parte, al voto maggiorato. Gli statuti devono altresì stabilire le modalità per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti, prevedendo in ogni caso un apposito elenco⁷⁷.

L'art. 127-*quinquies* Tuf disciplina le ipotesi di perdita e di estensione del beneficio della maggiorazione del voto in circostanze determinate (cessione, successione a causa di morte, fusione e scissione, aumento di capitale) e le modalità del computo dei voti, lasciando alcuni spazi per diverse scelte statutarie. Prevede inoltre che la maggiorazione non ha effetto sui diritti diversi dal voto spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale sociale (come ad esempio la richiesta di integrazione dell'ordine del giorno o di convocazione dell'assemblea da parte dei soci).

La norma chiarisce infine che le azioni a voto maggiorato non costituiscono una categoria speciale di azioni e che la deliberazione di modifica dello statuto che prevede la maggiorazione del voto non dà diritto al recesso.

1. L'ambito soggettivo di applicazione della disciplina

La disciplina sulla maggiorazione del voto si applica, ai sensi dell'art. 119 Tuf, alle società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea. La norma individua l'ambito di applicazione della disciplina sulle società quotate, facendo riferimento sostanzialmente a due parametri: quello della nazionalità, legato ai limiti territoriali della potestà legislativa italiana in materia di

⁷⁷ Per i primi commenti sulla nuova disciplina si vedano: [N. ABRIANI, Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto](#); A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si "pesano": superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Soc. 2014, 1048; G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, Corr. Giur. 2015, p. 153; [E. LA MARCA, Azioni\(sti\) con voto maggiorato: primi spunti](#); B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, Riv. Dir. Comm. 2014, I, p. 465; M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Riv. Not. 2014, p. 921; G. SCOGNAMIGLIO, C. ANGELICI, P. MONTALENTI, R. COSTI, N. CIOCCA, F. DENOZZA, G. GUIZZI, F. VELLA, M. LIBERTINI, N. ABRIANI, V. CALANDRA BUONAURO, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in corso di pubblicazione in Giur. Comm.; I. POLLASTRO, *Voto plurimo e voto maggiorato: prime considerazioni su ricadute e prospettive*, Nuovo diritto delle società 2015, p. 43.

organizzazione interna delle società e di rapporti tra soci, e quello della quotazione di titoli azionari⁷⁸.

Non rientrano nell'ambito di applicazione della disciplina sulla maggiorazione del voto le società con titoli diffusi sul mercato e le società con titoli ammessi alla negoziazione sui sistemi multilaterali di negoziazione (che non sono "mercati regolamentati" ai sensi del Tuf).

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

Quanto ai titoli azionari oggetto di quotazione, non è necessario che siano quotate le azioni ordinarie, potendo essere quotata anche una categoria diversa di azioni (ad esempio le sole azioni di risparmio o le privilegiate). La disciplina non si applica invece a quelle società che abbiano solo titoli di debito o altri strumenti finanziari, diversi dalle azioni, quotati in mercati regolamentati.

Alla luce delle previsioni dell'art. 127-*quinquies* Tuf, appare senz'altro possibile inserire la clausola che attribuisce il voto maggiorato nello statuto anche prima della quotazione purché nel corso del processo di quotazione, prevedendo che la stessa diventi efficace con la quotazione.

⁷⁸ A.TOFFOLETTO, G. LABIANCA, *Commento sub art. 119*, Il Testo Unico della Finanza, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, Tomo II; Torino, 2012, p. 1605; G. GROSSO, *Commento sub art. 119*, Commentario al Tuf, a cura di F. Vella, Tomo II, Torino 2012, p. 1235; G.F. CAMPOBASSO, *Commento sub art. 119*, Testo Unico della Finanza, Commentario, a cura di G.F. Campobasso, Volume 2, Torino 2002, p. 972. L'art. 119 Tuf prende in considerazione soltanto le società che emettono azioni, e cioè le società per azioni, le società in accomandita per azioni e le società cooperative. Per queste ultime, il Tuf prevede alcune regole speciali e individua le disposizioni ad esse non applicabili, facendo salve le altre esclusioni espressamente previste (artt. 135 e 135-bis).

2. Presupposti, natura e contenuto della maggiorazione del voto

a) Presupposti

L'art. 127-*quinquies* Tuf individua tre presupposti per la maturazione del diritto: l'iscrizione nell'elenco, il possesso continuativo delle azioni e la durata minima di tale possesso.

La costituzione di un elenco apposito nel quale si possono iscrivere i soci che intendono beneficiare del voto maggiorato al termine del periodo di possesso continuativo deve essere prevista dallo statuto⁷⁹. Le società possono disciplinare le modalità e le tempistiche per l'iscrizione del socio nell'elenco e stabilire se la maturazione del beneficio sia automatica o richieda un'iniziativa del socio (si veda § 8 *infra*).

La maggiorazione del voto è collegata all'appartenenza continuativa nel tempo delle azioni da parte del medesimo soggetto e il beneficio si perde con la cessione delle azioni.

La legge ha fissato la durata minima del possesso continuativo delle azioni ai fini della maggiorazione in ventiquattro mesi. Lo statuto potrebbe prevedere un periodo più lungo.

b) Natura

L'art. 127-*quinquies* Tuf chiarisce che le azioni a cui si applica il beneficio della maggiorazione non danno vita a una categoria speciale di azioni⁸⁰. La maggiorazione del voto, infatti, non è inerente alle azioni, ma è collegata a un comportamento del socio, e cioè al mantenimento del possesso continuativo delle azioni in un'ottica premiale della sua "fedeltà". La maggiorazione dunque non determina diseguaglianze formali tra i soci, poiché tutti possono ambire al rafforzamento del proprio peso in assemblea.

Non costituendo una categoria di azioni, nel caso di modifica o soppressione della clausola statutaria sul voto maggiorato, non sarà applicabile la disciplina sulle assemblee speciali, di cui all'art. 2376 c.c, e non sarà necessaria alcuna particolare approvazione da parte dei titolari delle azioni che beneficiano della maggiorazione.

⁷⁹ Art. 127-*quinquies*, comma 2, Tuf.

⁸⁰ Art. 127-*quinquies*, comma 5, Tuf.

c) Contenuto

La norma prevede che possa essere attribuito voto maggiorato fino a un massimo di due voti complessivi per ciascuna azione. Entro questo limite, lo statuto può definire l'entità della maggiorazione; è quindi anche possibile un incremento del voto inferiore all'unità, eventualmente con un aumento progressivo per successivi periodi di detenzione (mezzo voto in più dopo 24 mesi e un altro mezzo voto dopo ulteriori 24 mesi).

Il Tuf rimette allo statuto la possibilità di stabilire le modalità per l'attribuzione del voto maggiorato. I concreti spazi lasciati all'autonomia statutaria nella configurazione del contenuto del beneficio vanno individuati alla luce delle caratteristiche dell'istituto, delineate dalla normativa primaria, e del generale principio di parità di trattamento degli azionisti, di cui all'art. 92 Tuf.

Come già detto, la norma consente allo statuto di attribuire la maggiorazione del voto a ogni azionista che detenga le proprie azioni per un periodo ininterrotto di almeno ventiquattro mesi e il privilegio non è connaturato all'azione ma è collegato a un comportamento dei soci.

La maggiorazione del voto deve dunque riguardare tutti i soci, tanto i titolari di azioni ordinarie quanto i titolari di (eventuali) azioni di altra categoria.

Si ritiene tuttavia ammissibile che lo statuto escluda dal beneficio della maggiorazione una o più delle categorie speciali di azioni eventualmente emesse, riconoscendolo dunque alle sole azioni ordinarie.

Al contrario, non si ritiene possibile introdurre la maggiorazione solo per categorie speciali di azioni. L'articolo 127-*quinquies*, al comma 5, infatti, afferma che le azioni cui si applica il beneficio del voto maggiorato non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'articolo 2348 c.c. Si tratta dell'elemento di differenza più significativo rispetto all'istituto del voto plurimo (che invece può essere attribuito anche a parte delle azioni) e si giustifica per il fatto che l'introduzione del voto maggiorato nelle società quotate è diretto a incentivare gli investimenti azionari di lungo periodo. L'aver escluso che le azioni a voto maggiorato possano costituire una categoria dovrebbe significare quindi che non è possibile attribuire la maggiorazione del voto solo a una classe di azioni. In tale caso infatti esse sostanzierebbero proprio una categoria.

In dottrina, i primi commentatori non escludono invece che lo statuto possa riconoscere il beneficio solo ad alcune categorie di azioni⁸¹

Appare invece possibile limitare la maggiorazione del voto a determinate materie o delibere assembleari, in linea con quanto già indicato per le azioni a voto plurimo (cfr. parte prima, § 2 *supra*). La previsione di tali limiti, infatti, comporterebbe un “depotenziamento” dell’effetto della maggiorazione, che rimarrebbe però nei limiti previsti dalla legge. Si tratterebbe cioè di una riduzione della portata della maggiorazione, che appare sempre possibile, e non di un suo incremento.

Ancora, appare possibile subordinare il riconoscimento del beneficio al ricorrere di determinate condizioni, sospensive o risolutive, purché non meramente potestative (sul punto si rinvia al § 2 della parte prima *supra*). La previsione di condizioni è una modalità di attribuzione della maggiorazione che incide sull’efficacia della stessa, ma che non altera il contenuto e la portata del diritto di voto.

Non sembra invece possibile ancorare l’attribuzione del voto maggiorato a particolari requisiti soggettivi del socio. La norma collega infatti il beneficio della maggiorazione a un parametro oggettivo (seppur riferito a un socio), quello del possesso continuato per un periodo di tempo, predeterminato e indicato nello statuto, da parte del medesimo soggetto, e non prevede una personalizzazione del beneficio stesso⁸².

Il concreto esercizio dell’autonomia statutaria lasciata dalla norma per la configurazione del diritto alla maggiorazione del voto dovrà comunque confrontarsi con le aspettative e le esigenze degli investitori, soprattutto esteri, che non sembrano apprezzare soluzioni eccessivamente diversificate. La circostanza che il mercato degli investitori tende a privilegiare una certa standardizzazione del regole societarie è sicuramente un elemento di valutazione da tenere presente insieme ai profili più propriamente giuridici e di sistema.

3. La previsione della maggiorazione del voto nello statuto

La previsione della maggiorazione del voto è facoltativa e richiede l’introduzione di una specifica clausola statutaria.

⁸¹ In questo senso, cfr. A.BUSANI, M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si “pesano”: superato il principio one share one vote con l’introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Soc. 2014, p. 1059. E. LA MARCA, *Azioni(sti) con voto maggiorato: primi spunti*, cit...

⁸² M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Riv. Not. 2014, p. 921.

Sembra possibile che la relativa proposta venga presentata da uno o più azionisti, attraverso lo strumento dell'integrazione dell'ordine del giorno⁸³ oppure della convocazione dell'assemblea da parte dei soci⁸⁴, secondo le modalità ivi previste.

L'iniziativa dei soci è infatti preclusa solo per gli argomenti sui quali l'assemblea delibera, a norma di legge, su proposta dell'organo amministrativo o sulla base di un progetto o di una proposta da esso predisposta⁸⁵. La *ratio* del divieto è quella di riservare agli amministratori la determinazione dell'ordine del giorno in quelle materie che richiedono l'esercizio di un potere loro affidato in esclusiva dalla legge: la norma mantiene dunque in capo agli amministratori il potere di impulso relativamente a quelle delibere che richiedono un'insostituibile attività gestionale e il compimento di operazioni che presuppongono competenze specifiche, quali ad esempio l'approvazione del bilancio, la fusione, la scissione, l'aumento di capitale da liberare in natura o con esclusione del diritto di opzione⁸⁶. La maggiorazione del voto non appare riconducibile a quelle materie di esclusiva competenza dell'organo amministrativo.

Appare opportuno che, in occasione della presentazione della proposta, nelle relazioni degli amministratori ai sensi dell'art. 125-ter Tuf, o in quelle dei soci in caso di loro istanza, vengano illustrate chiaramente le ragioni e le finalità che spingono alla previsione del meccanismo della maggiorazione, ai fini di una corretta valutazione dell'operazione da parte dei soci e del mercato⁸⁷.

⁸³ Art. 126-bis Tuf.

⁸⁴ Art. 2367 c.c.

⁸⁵ Art. 2367, comma 3, c.c.; art. 126-bis, comma 3, Tuf.

⁸⁶ Sul punto, cfr. Circolare Assonime n. 14 del 2011 *"La nuova disciplina sul funzionamento dell'assemblea delle società quotate"*, p. 16.

⁸⁷ Al riguardo si segnala che, al 15 febbraio 2015, la Consob ha richiesto un supplemento di informazioni alle società che hanno introdotto il voto maggiorato (Campari, Astaldi, Amplifon, Maire Tecnimont). Le società hanno pubblicato un'integrazione della relazione degli amministratori per illustrare più chiaramente le motivazioni sottese all'introduzione della maggiorazione, dell'iter decisionale seguito nella formulazione della proposta e sugli effetti dell'introduzione della maggiorazione sugli assetti proprietari dell'emittente. Si fa presente inoltre, a prescindere da qualsiasi valutazione di merito, che alcuni investitori istituzionali e *proxy advisors* hanno manifestato, non solo con riferimento all'ordinamento italiano, una valutazione tendenzialmente negativa degli strumenti che, come nel caso della maggiorazione del voto, consentono il superamento del principio *one-share one-vote*; sul punto si veda la [Nota Tecnica](#) pubblicata da Assogestioni, le raccomandazioni di voto di ISS, GlassLewis e Frontis Governance e la [posizione](#) di ICGN-*International Corporate Governance Networks*. Più sfumati i primi commenti della dottrina: evidenzia la tendenziale neutralità dello strumento, sottolineando la necessità di valutare caso per caso C. ANGELICI, Intervento in *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in corso di pubblicazione in Giur. Comm. 2015, p. 217; favorevole al nuovo istituto e ricorda come l'iniziativa legislativa italiana si colloca in un panorama internazionale che conosce diffusamente le deviazioni dal principio un'azione- un voto, P. MONTALENTI, Intervento in *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in corso di pubblicazione in Giur. Comm. 2015, p. 221; per una visione più critica della maggiorazione del voto che rischia di rafforzare

La maggiorazione del diritto di voto non può essere prevista dalle società quotate che abbiano azioni a voto plurimo in quanto altrimenti si moltiplicherebbero i meccanismi di rafforzamento del diritto di voto⁸⁸.

La previsione della maggiorazione del voto deve essere approvata, come ogni modifica statutaria, con le maggioranze previste per l'assemblea straordinaria dagli artt. 2368 c.c. e 2369 c.c.⁸⁹. In sede di prima applicazione, il decreto legge n. 91/2014 ha previsto un regime agevolato per le modifiche statutarie assunte entro il 31 gennaio 2015: in questo caso, infatti, le relative deliberazioni potevano essere adottate, anche in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno la maggioranza del capitale rappresentato in assemblea⁹⁰.

La deliberazione di modifica dello statuto che introduce la maggiorazione del voto non dà diritto al recesso⁹¹.

L'art. 127-*quinquies* Tuf esclude il diritto di recesso solo con riferimento all'ipotesi di introduzione della clausola sulla maggiorazione del voto, e non anche all'ipotesi di successiva modifica o soppressione⁹². L'esclusione del diritto di recesso manifesta un chiaro favore per l'introduzione del voto maggiorato da parte del legislatore, che ha voluto privilegiare un interesse di stabilità della società a fronte di una modifica statutaria che, incidendo direttamente sul diritto di voto dei soci, sarebbe stata riconducibile a una delle cause legali di recesso (art. 2437, comma 1, lett. g, c.c.).

E' da chiarire se anche per le modifiche statutarie di modifica o soppressione della maggiorazione sia escluso il diritto di recesso.

La previsione della clausola sulla maggiorazione del voto attribuisce un beneficio potenziale a tutti i soci e, da questo punto di vista, l'esclusione del diritto di recesso potrebbe giustificarsi in una valutazione comparativa degli interessi in gioco. Diversamente, la soppressione o la modifica della clausola sulla maggiorazione del

le posizioni di controllo esistenti., R. COSTI e V. CALANDRA BUONAURA, Intervento in *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in corso di pubblicazione in Giur. Comm. 2015, rispettivamente a p. 225 e p. 251.

⁸⁸ Art. 127-*sexies*, comma 3, Tuf.

⁸⁹ Cfr. nota n. 42.

⁹⁰ Le tre società che hanno adottato il voto maggiorato entro il 31 gennaio 2015 hanno ottenuto un quorum di voti superiore ai due terzi del capitale normalmente necessario per la modifica dello statuto.

⁹¹ Art. 127-*quinquies*, comma 6, Tuf.

⁹² Critiche sull'esclusione del diritto di recesso sono state mosse da G. Guizzi, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, Corr. Giur. 2015, p. 153.

voto incidono sul diritto di voto in senso peggiorativo. L'assenza della previsione di esclusione del diritto di recesso è indice del riconoscimento di tale diritto⁹³.

4. La perdita e la conservazione della maggiorazione del voto

La cessione dell'azione, a titolo oneroso o a titolo gratuito, comporta la perdita della maggiorazione del voto⁹⁴.

La disposizione è coerente con la finalità della maggiorazione del voto, che è quella di premiare l'azionista fedele che mantiene stabile la propria partecipazione. La previsione chiarisce, in modo inequivocabile, che l'acquirente delle azioni non subentra nel beneficio dell'alienante: la maggiorazione, non essendo collegata alle azioni ma al loro possesso continuato nel tempo da parte del medesimo soggetto, non è trasmissibile.

La cessione delle azioni che avviene dopo l'iscrizione nell'elenco e prima del termine previsto per la maggiorazione comporta l'interruzione del periodo di maturazione del beneficio. Questo significa che nel caso di nuova iscrizione da parte del medesimo soggetto nell'elenco per la maggiorazione del voto sarà necessaria una nuova maturazione integrale del periodo temporale di riferimento.

Nel caso in cui il socio abbia iscritto le azioni all'elenco per la maturazione del beneficio in momenti diversi, occorre chiarire quali azioni iscritte dovranno essere cancellate dall'elenco in seguito alla cessione: se quelle iscritte per prime o quelle iscritte successivamente. Il Provvedimento Congiunto Consob – Banca d'Italia ha chiarito che si applica il criterio *lifo* (*last in - first out*): le ultime azioni iscritte sono le prime a essere cancellate in caso di cessione⁹⁵. Appare possibile una diversa regolazione della questione da parte dello statuto.

⁹³ B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, Riv. Dir. Comm. 2014, I, p. 465, che sottolinea come il diritto di recesso rappresenta un presidio fondamentale a tutela degli azionisti che ha assunto un ruolo centrale nel sistema del diritto delle società di capitali e qualsiasi esclusione di tale diritto deve pertanto essere interpretata e applicata restrittivamente; poiché l'introduzione, così come la modificazione e l'eliminazione della clausola sulla maggiorazione del voto incide in maniera significativa sull'investimento dei soci e configura sicuramente una modifica dello statuto concernente i diritti di voto, in assenza di diversa previsione legislativa, il diritto di recesso deve essere riconosciuto nei casi di modificazione e eliminazione della maggiorazione del voto

⁹⁴ Art. 127-*quinquies*, comma 3, TUF.

⁹⁵ Art. 23-*bis*, introdotto con l'atto congiunto del febbraio 2015. Alla stessa conclusione era pervenuta la dottrina con riferimento alla maggiorazione del dividendo, cfr. G.A. RESCIO, *Commento sub art. 127-quater*, Il testo unico della finanza, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, Tomo II, Torino 2012, p. 1782.

a) *La nozione di “cessione” ai fini della perdita della maggiorazione*

In base al dettato normativo comportano la perdita della maggiorazione tutti quegli atti qualificabili in termini di cessione della partecipazione a titolo oneroso o gratuito.

Sotto un profilo formale la cessione comprende tutti i negozi che comportano un trasferimento della titolarità della partecipazione⁹⁶. Sono quindi riconducibili alle ipotesi di cessione a titolo oneroso non solo le operazioni di compravendita ma anche quelle di permuta o di conferimento delle azioni con voto maggiorato in altra società.

La stessa norma prevede però la conservazione della maggiorazione in caso di successione per causa di morte nonché in caso di fusione e scissione del titolare delle azioni.

Si tratta in entrambi 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 eredi⁹⁷. Tali negozi, nel caso in cui assumano come beneficiari coloro che rientrano tra gli eredi legittimari, sono assimilabili in termini di effetti alla figura della successione *mortis causa* e quindi non dovrebbero comportare la perdita della maggiorazione.

La norma lascia lo statuto libero di scegliere una soluzione diversa e di attribuire efficacia estintiva anche ai trasferimenti derivanti da successione per causa di morte, fusione e scissione.

⁹⁶ Sul punto si vedano le considerazioni, in materia di maggiorazione del dividendo, di G.A. RESCIO, *Commento sub art. 127-quater*, Il testo unico della finanza, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, Tomo II, Torino 2012, p. 1782.

⁹⁷ In questo senso, si vedano le modifiche statutarie introdotte da Campari.

b) Pegno e usufrutto

Altra questione è se siano riconducibili alla nozione di cessione delle azioni, quale causa estintiva della maggiorazione del diritto di voto, gli atti che, pur lasciando immutata la titolarità delle azioni, comportano un mutamento del soggetto titolare del diritto di voto, come nel caso di pegno e usufrutto⁹⁸.

Il dato letterale dell'articolo 127-*quinquies*, commi 1-3, Tuf, non offre una soluzione univoca; la questione deve essere allora affrontata sul piano dell'interpretazione sistematica della norma e delle scelte operate dallo statuto.

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. In altre parole, devono considerarsi atti di cessione rilevanti ai fini della perdita della maggiorazione non solo quelli che determinano un mutamento della titolarità della partecipazione ma anche quelli che comportino l'attribuzione del diritto di voto a un soggetto diverso dal socio.

La costituzione di pegno o di usufrutto sulle azioni iscritte all'elenco o che hanno maturato il diritto di voto maggiorato non comporta quindi una perdita del beneficio, se l'azionista rimane legittimato in base a un accordo all'esercizio del diritto di voto.

Come detto, in tale ambito deve riconoscersi la libertà dello statuto di disporre diversamente. Lo statuto potrebbe così stabilire che la realizzazione delle suddette operazioni, indipendentemente dalla titolarità del diritto di voto, determinano la perdita della maggiorazione o interrompono la maturazione della stessa⁹⁹.

Anche gli analoghi problemi interpretativi che possono porsi con riferimento alle operazioni di riporto, prestito titoli e fattispecie similari, dovrebbero essere risolti in

⁹⁸ La questione è sollevata da Consob nel documento di consultazione del 5 novembre 2014.

⁹⁹ Ad analoghe conclusioni era giunta la dottrina con riferimento alla maggiorazione del dividendo; cfr. G.A. RESCIO, *Commento sub art. 127-quater*, Il testo unico della finanza, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, Tomo II, Torino 2012, 1782, 1790. Gli statuti di tre società che hanno previsto la previsione del voto maggiorato collegano la perdita della maggiorazione alla perdita del diritto di voto (cfr. statuti di Campari, Amplifon, Maire Tecnimont).

base al principio sopra indicato¹⁰⁰. Queste operazioni realizzano un trasferimento della proprietà delle azioni, seppur temporaneo e normalmente per finalità diverse dalla modifica (stabile) degli assetti proprietari¹⁰¹. Ciononostante, l'elemento del trasferimento delle azioni, che comporta il trasferimento dei diritti di voto, anche se per un tempo limitato, appare decisivo. Sembra dunque preferibile ritenere queste operazioni assimilabili alla cessione, ai fini dell'applicazione dell'art. 127- *quinquies*, comma 3, con effetto estintivo della maggiorazione del voto (o della relativa maturazione).

c) Partecipazioni gestite

Altra questione riguarda la considerazione delle partecipazioni detenute da fondi comuni di investimento gestiti dalla medesima società di gestione del risparmio. La pertinenza delle azioni è relativa ai patrimoni distinti dei singoli fondi, ma l'imputazione della titolarità è alla SGR che li gestisce¹⁰². La questione che si pone è se i diritti di voto in capo alla SGR debbano essere calcolati in maniera aggregata (indipendentemente dalle singole posizioni dei fondi gestiti) e quindi se debba essere riconosciuto alla SGR iscritta nell'elenco il diritto di voto maggiorato in via cumulativa oppure se le partecipazioni gestite debbano essere disaggregate e imputate ai singoli fondi e quindi il voto esercitato dalla SGR spetta al singolo fondo. Tale diversa impostazione ha effetti con riguardo alla rilevanza per la maggiorazione delle operazioni di cessione. Le operazioni rilevanti potrebbero essere di due tipi: passaggio di un fondo da una SGR ad un'altra oppure passaggio di azioni tra due fondi gestiti dalla medesima SGR.

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 aggregata¹⁰³. 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 maggiorazione¹⁰⁴.

¹⁰⁰ Cfr. risposta alla consultazione Consob di Assogestioni e Latham&Watkins.

¹⁰¹ Il prestito titoli svolge un'importante funzione di liquidità del mercato; ci sono stati tuttavia casi in cui l'operazione è stata realizzata a ridosso dell'assemblea per influenzarne l'esito. Cfr. risposta alla consultazione Consob di Assogestioni e Latham&Watkins.

¹⁰² Si pone il problema con riferimento al tema del dividendo maggiorato M. STELLA RICHTER, *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, Riv. Dir. Comm., 2011, I, p. 89.

¹⁰³ Art. 118, comma 5, RE.

¹⁰⁴ Questa soluzione è stata indicata nello statuto di Maire Tecnimont

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.

d) Trasferimenti infragruppo

Un'altra questione molto delicata riguarda la qualificazione dei trasferimenti infragruppo.

È evidente che sotto un profilo formale siamo in presenza di una vera e propria cessione di azioni tra soggetti giuridicamente distinti.

È anche vero però che può trattarsi di trasferimenti volti a realizzare all'interno di un perimetro di impresa sostanzialmente unitaria una diversa allocazione di asset patrimoniali tra diversi soggetti giuridici senza che vi sia una cessione ad economie terze.

Sotto questo profilo, i trasferimenti infragruppo potrebbero essere assimilati alle operazioni di fusione e scissione che comportano un mutamento della titolarità all'interno però di un processo meramente riorganizzativo. In tale prospettiva, potrebbe allora giustificarsi un trattamento analogo alle suddette operazioni straordinarie (fusione o scissione), in cui cioè il trasferimento della titolarità non comporta la perdita del beneficio.

e) Cessione di partecipazioni di controllo

La perdita della maggiorazione del voto discende anche dalla cessione di partecipazioni di controllo in società o enti che detengono azioni a voto maggiorato in misura superiore al 2% (o al 5% in caso di PMI quotate)¹⁰⁵.

La *ratio* della previsione è quella di attribuire rilievo, ai fini della perdita della maggiorazione, a quelle operazioni di trasferimento della partecipazione di controllo di una società, che detiene a sua volta una partecipazione significativa in una società quotata con voto maggiorato, considerandole in via sostanziale come veri e propri mutamenti del titolare della partecipazione. Diversamente, si trasferirebbe la maggiorazione del voto attraverso il trasferimento del controllo sulla società che detiene le azioni "maggiorate".

La "partecipazione di controllo", la cui cessione determina la perdita della maggiorazione del voto, deve essere individuata, in relazione alla nozione di controllo

¹⁰⁵ Art. 127-*quinquies*, comma 3, Tuf.

prevista dall'art. 93 Tuf. Il tenore letterale e la *ratio* della norma fanno presumere che l'art. 127-*quinquies* prenda in considerazione solo le ipotesi di cessione del controllo che deriva da una partecipazione azionaria; sembrerebbe dunque rilevare il trasferimento di partecipazioni che conferiscono sia il controllo di diritto sia il controllo di fatto¹⁰⁶.

La norma chiarisce che, ai fini della perdita della maggiorazione, rileva tanto la cessione diretta del controllo quanto la cessione indiretta. Questa previsione non appare del tutto chiara e sembra alludere a quei negozi di cessione delle partecipazioni di controllo che avvengono, nelle situazioni di controllo a catena, a monte della catena. Nel caso in cui la società A, controlla B, la quale a sua volta controlla C che è titolare del voto maggiorato in una società quotata, la società C perde il beneficio anche nel caso di passaggio del controllo nella società A.

La partecipazione di controllo ceduta deve riguardare una società (o ente) che detenga azioni a voto maggiorato in misura superiore alla soglia prevista dall'art. 120, comma 2, Tuf, e cioè al 2% o al 5% in caso di PMI quotate.

Quindi, nei casi in cui il trasferimento del controllo riguardi una società che detiene partecipazioni con voto maggiorato inferiore a tali soglie, il beneficio della maggiorazione del voto viene conservato; ciò rende di fatto possibile la “monetizzazione” del voto doppio che viene trasferito all'acquirente. Questo può dunque riguardare partecipazioni anche di livello importante, quella del 5% prevista per le PMI quotate che sono comunque numerose.

Il legislatore ha collegato la perdita della maggiorazione a questi casi poiché non ha ritenuto evidentemente possibile identificare la cessione delle quote di controllo di queste “scatole”, in assenza dell'enforcement dell'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti.

f) Cessione di azioni e record date

Altra questione da chiarire è se la cessione delle azioni effettuata successivamente alla *record date* dell'assemblea abbia un effetto estintivo sulla maggiorazione al diritto di voto maturata a quella data¹⁰⁷.

¹⁰⁶ Lo statuto di Maire Tecnimont attribuisce rilevanza solo al trasferimento del controllo di diritto ex art. 2359, comma 1, c.c..

¹⁰⁷ La Consob, in sede di risposta alla consultazione, ha demandato la soluzione agli interpreti (cfr. Documento sugli esiti della consultazione, p. 9).

Il meccanismo della *record date* è stato introdotto nel Tuf con la trasposizione della direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti delle società quotate come sistema per la legittimazione all'intervento e al voto nell'assemblea. La legittimazione del soggetto a cui spetta il diritto di voto è attestata da una comunicazione effettuata all'emittente dall'intermediario in conformità alle proprie scritture contabili, così come evidenziate al termine della giornata contabile del settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea in prima o unica convocazione¹⁰⁸.

Le registrazioni in addebito e in accredito compiute successivamente al termine sopra indicato non rilevano ai fini della legittimazione all'esercizio del diritto di voto nell'assemblea; ciò significa che se il soggetto cui spetta il diritto di voto è registrato al termine della giornata contabile del settimo giorno e aliena la propria partecipazione subito dopo rimarrà comunque legittimato a partecipare e votare in assemblea. Con il sistema della *record date*, dunque, si assiste a una scissione tra la legittimazione all'esercizio del voto e la titolarità delle azioni¹⁰⁹.

Ne dovrebbe conseguire che la cessione delle azioni effettuata successivamente alla *record date* non dovrebbe avere un effetto estintivo sulla maggiorazione al diritto di voto maturata a quella data. Da un punto di vista di sistema, si osserva infatti che le regole generali in materia di legittimazione all'intervento e al voto in assemblea previste per le società quotate si basano esclusivamente sul meccanismo della *record date*. Essendo il beneficio della maggiorazione funzionale all'esercizio del voto, anche la disciplina sulla maggiorazione del voto e sulla sua perdita dovrebbe essere coerente con i principi posti dall'art. 83-*sexies* Tuf.

Al riguardo, si può inoltre osservare che, in sede di trasposizione della direttiva nel nostro ordinamento, il legislatore non si è avvalso della facoltà concessa agli Stati membri di non applicare il meccanismo della *record date* ai fini della legittimazione all'intervento e al voto in assemblea qualora le società siano in grado di desumere nomi e indirizzi dei loro azionisti da un registro aggiornato degli azionisti alla data dell'assemblea. La scelta di sistema fatta dal nostro ordinamento è stata dunque quella di vincolare la legittimazione al voto in assemblea per le società quotate al meccanismo della "data di registrazione". Alla luce di queste considerazioni, appare

¹⁰⁸ Art. 83-*sexies*, comma 1, Tuf.

¹⁰⁹ Sul punto si rinvia alla nostra circolare n. 14 del 2011 "*La nuova disciplina sul funzionamento dell'assemblea delle società quotate*" e n. 11 del 2010 "*Prime considerazioni sulla trasposizione della direttiva sui diritti degli azionisti: gli effetti sugli statuti delle società quotate e i nuovi termini per le assemblee*".

ragionevole sostenere che le cessioni di azioni effettuate successivamente alla *record date* non abbiano effetto ai fini della perdita della maggiorazione del voto¹¹⁰.

Da questa impostazione discenderebbe anche l'irrelevanza dell'eventuale maggiorazione conseguita tra la data di registrazione e la data dell'assemblea: la maggiorazione del diritto di voto deve dunque essere accertata entro la *record date*. Non appare possibile una diversa disposizione statutaria. Questa soluzione può comportare il rischio che eventuali fenomeni di *empty voting*, e cioè di voto da parte di un soggetto che non è più azionista, possano essere amplificati per effetto della maggiorazione del voto, rischio che appare connaturato al sistema della *record date* introdotto in attuazione della direttiva 2007/36/CE¹¹¹.

g) Rinuncia alla maggiorazione del voto

Lo statuto può prevedere che colui al quale spetti il voto maggiorato possa rinunciarvi irrevocabilmente, in tutto o in parte: la previsione della rinuncia nello statuto è dunque facoltativa¹¹².

La rinuncia può riguardare tutte o solo alcune delle azioni che hanno maturato la maggiorazione del voto; in questo senso la rinuncia può essere "parziale".

La rinuncia è irrevocabile, deve cioè intendersi come definitiva decadenza della maggiorazione. Questo dovrebbe comportare la cancellazione dall'elenco delle azioni per le quali si è rinunciato alla maggiorazione e la conseguente riduzione del numero complessivo dei diritti di voti "circolanti" con riferimento ai quali vengono assolti gli obblighi di comunicazione da parte dell'emittente ai sensi dell'art. 85-*bis*, comma 4-*bis*, RE, e ai fini del calcolo delle soglie per le comunicazioni delle partecipazioni rilevanti e degli obblighi di OPA¹¹³. L'azionista che ha rinunciato alla maggiorazione potrà

¹¹⁰ Sul tema, cfr. documento Consob sugli esiti della consultazione, p. 8.

¹¹¹ In dottrina è stato affermato che la perdita dei presupposti della maggiorazione del voto successivamente alla *record date* possa essere considerata, ai sensi dell'art. 83-*septies* Tuf, come un'eccezione personale (essendo la maggiorazione una prerogativa individuale del socio) opponibile dalla società al socio che quindi non potrebbe avvalersi del voto rafforzato. Ne conseguirebbe che, qualora la società venisse a conoscenza dell'intervenuta vendita delle azioni o di altra causa estintiva della maggiorazione del voto successivamente alla *record date*, essa dovrebbe ammettere l'azionista all'assemblea, sulla base delle regole generali sulla legittimazione al voto, riconoscendogli però un diritto di voto proporzionale alla partecipazione e non il voto maggiorato. In questo senso, G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, Corr. Giur. 2015, p. 153.

¹¹² Art. 127-*quinquies*, comma 1, Tuf. Le società che hanno introdotto il voto maggiorato (Amplifon, Astaldi, Campari e MarieTecnimont) hanno previsto la rinuncia.

¹¹³ Per una lettura in questo senso, si veda P. Marchetti, C. Mosca, Risposta alla Consultazione della Consob del 5 novembre 2014.

iscrivere nuovamente le azioni nell'elenco speciale e da quel momento decorrerà *ex novo* il termine per la maturazione del nuovo beneficio a valere su quelle azioni.

L'irrevocabilità della rinuncia, così intesa, sembrerebbe allora impedire che questa possa essere limitata ad alcune delibere, ma che debba piuttosto riguardare tutte le azioni nei confronti della quale viene esercitata¹¹⁴. In senso contrario, è stato osservato che se la maggiorazione del voto viene considerata una prerogativa individuale del socio, e non costituisce un elemento caratterizzante della partecipazione, la sua rinunciabilità dovrebbe sempre essere garantita, anche in assenza di una previsione statutaria; lo statuto avrebbe allora solo la funzione di disciplinare le modalità e gli effetti della rinuncia, e non funzione legittimante¹¹⁵.

In realtà, il socio è già in grado di modulare il proprio peso in assemblea limitando la propria presenza a una frazione della propria partecipazione, senza ricorrere alla rinuncia. La rinuncia sembra piuttosto essere funzionale a eliminare gli effetti della maggiorazione del voto, ad esempio in caso di superamento delle soglie previste dalla legge ai fini degli obblighi di comunicazione della partecipazioni rilevanti o degli obblighi di OPA, senza dover alienare le azioni. In questo senso, si veda ad esempio, l'art. 49, comma 1, lett. e) RE che prevede, ai fini dell'esenzione dall'obbligo di OPA per superamento temporaneo della soglia, oltre alla cessione della partecipazione in eccedenza, anche la "riduzione" dei diritti di voto eccedenti, riduzione che sembra far riferimento proprio alla possibilità di rinunciare alla maggiorazione successivamente alla sua maturazione.

5. L'estensione del voto maggiorato nelle operazioni di aumento del capitale, in caso di fusione e scissione

L'articolo 127-*quinquies* del Tuf si preoccupa di disciplinare l'estensione del voto maggiorato alle nuove azioni emesse a seguito di operazioni di aumento di capitale¹¹⁶.

Con questa disciplina si intende regolare la proiezione del diritto di voto maggiorato già maturato relativamente a una certa azione sulle future azioni emesse a servizio di aumenti di capitale. La proiezione deve intendersi nel senso che ai titolari di azioni dotate di voto maggiorato saranno assegnate nuove azioni alle quali viene riconosciuto

¹¹⁴ In senso contrario, si veda E. LA MARCA, *Azioni(sti) con voto maggiorato: primi spunti*, cit..

¹¹⁵ G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, Corr. Giur. 2015, p. 153; nello stesso senso, E. LA MARCA, *Azioni(sti) con voto maggiorato: primi spunti*, www.ilbattellodelreno.uniba.it, p. 7

¹¹⁶ Art. 127-*quinquies*, comma 3, lett. b), e comma 4.

un diritto di voto maggiorato, senza che rilevi, per le nuove azioni emesse, la mancanza del periodo temporale di maturazione del diritto.

Nel caso di aumento gratuito, il voto maggiorato si estende automaticamente alle azioni di nuova emissione, se lo statuto non dispone diversamente. Nel caso di aumento a pagamento, invece, la maggiorazione del voto non si estende alle azioni emesse in esecuzione dell'aumento, a meno che non lo preveda lo statuto. La regola prevista dal legislatore per le due fattispecie è esattamente speculare nel senso che il voto maggiorato si estende nel caso di aumento gratuito, mentre non si estende in caso di aumento a pagamento¹¹⁷.

Tanto per l'aumento gratuito quanto per l'aumento a pagamento si consente però all'autonomia statutaria di modificare la regola prevista in via dispositiva dal legislatore.

In caso di aumento gratuito si potrà prevedere che alle nuove azioni emesse a seguito dell'imputazione a capitale di riserve e fondi disponibili non spetti in tutto o in parte il voto maggiorato. È appena il caso di sottolineare che la norma statutaria di esclusione della maggiorazione può riguardare solo le nuove azioni emesse e non l'ipotesi in cui l'operazione avvenga attraverso l'aumento del valore nominale delle azioni in circolazione.

In caso di aumento a pagamento, lo statuto può prevedere che la maggiorazione si estenda proporzionalmente alle azioni emesse al suo servizio.

Se pure la norma attribuisce in senso generico allo statuto il potere di estendere la maggiorazione del voto alle nuove azioni emesse in caso di aumento a pagamento, tale previsione deve essere inserita nella logica complessiva della disciplina del voto maggiorato che ha la funzione di premiare la fedeltà dell'investitore attraverso il potenziamento del suo diritto di voto. In tale ottica la maggiorazione del diritto di voto estesa alle azioni di futura emissione non può che riguardare le azioni sottoscritte dal medesimo azionista al quale appartiene l'azione originaria dotata di voto maggiorato. Non sembra possibile quindi un'estensione che riguardi gli aumenti di capitale con esclusione del diritto d'opzione, con limitazioni del diritto d'opzione (relativamente alle azioni sottoscritte da terzi). Nel caso in cui poi il diritto d'opzione relativo ad un'azione a voto maggiorato venga ceduto a terzi, il voto maggiorato viene meno.

¹¹⁷ Secondo la dottrina (G. Guizzi, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in Corr. Giur. 2015, p. 158) il diverso trattamento si giustifica in considerazione del fatto che, mentre i valori utilizzati nell'aumento gratuito derivano da riserve già durevolmente investite nella società, nell'aumento a pagamento si tratta di azioni emesse a fronte di nuovi investimenti.

Si pone la questione se l'estensione possa riguardare anche le azioni iscritte nell'elenco ma che non abbiano ancora maturato il periodo necessario per la maggiorazione del voto. Al riguardo, lo statuto è libero di prevederla o di escluderla. Se nulla dispone, si deve ritenere che vi sia l'estensione e che le azioni di nuova emissione debbano essere iscritte nell'elenco con la stessa "anzianità" delle azioni già possedute dall'azionista.

Una seconda fattispecie presa in considerazione riguarda il caso in cui la società il cui statuto preveda il voto maggiorato sia interessata da operazioni di fusione o scissione. Il progetto di fusione o scissione di società con voto maggiorato può prevedere che agli azionisti che abbiano già maturato la maggiorazione siano attribuite, in cambio delle azioni a voto maggiorato, nuove azioni anch'esse dotate di voto maggiorato. L'assegnazione di azioni a voto maggiorato riguarda quindi solo il concambio di azioni già fornite di voto maggiorato.

6. Il voto maggiorato nel processo di quotazione

Il voto maggiorato di cui all'articolo 127-*quinquies* del Tuf riguarda propriamente le società con azioni quotate. La modifica dello statuto volta a introdurre tale istituto può essere adottata però anche da società non ancora quotate le quali si trovino nel corso di un procedimento di quotazione in un mercato regolamentato (che abbia a oggetto azioni di una società non risultante da una fusione che coinvolga una società con azioni quotate) ¹¹⁸.

Sotto un profilo formale il procedimento di quotazione si avvia con la domanda che l'emittente presenta alla Borsa Italiana per l'ammissione a quotazione delle azioni. Prima di questo momento abbiamo una fase preliminare che si apre con la decisione del consiglio di amministrazione di avviare il processo di quotazione in cui la società compie una serie di attività dirette a realizzare i presupposti necessari alla quotazione (scelta dei consulenti, pianificazione della procedura, *due diligence*, predisposizione della documentazione). Non si ravvisano motivi particolari che ostino a considerare legittimo l'inserimento della clausola statutaria che prevede il voto maggiorato anche in un momento antecedente alla formale presentazione della domanda di quotazione alla Borsa purché successiva alla decisione del consiglio di amministrazione di procedere alla quotazione.

¹¹⁸ Art. 127-*quinquies*, comma 7, Tuf.

Due sono le questioni che pone l'introduzione del voto maggiorato prima dell'ammissione a quotazione. Si tratta di capire quale sia il momento di efficacia della clausola di modifica e cosa succeda in caso di mancata quotazione.

Entrambe trovano risposta alla luce dello scopo della previsione in esame che è una norma di favore per consentire l'operatività immediata del voto maggiorato subito dopo l'avvenuta quotazione. Se così è, la quotazione deve essere considerata alla stregua di una condizione sospensiva legale. La clausola di modifica diviene quindi efficace solo se e al momento in cui la Borsa Italiana delibera in senso positivo l'ammissione a negoziazione.

Come abbiamo visto, il voto maggiorato è attribuito per ciascuna azione appartenuta a un medesimo soggetto con il decorso di un periodo continuativo di appartenenza non inferiore a ventiquattro mesi a partire dalla data di iscrizione nell'elenco. La clausola che introduce il voto maggiorato nel corso di un procedimento di quotazione può prevedere che sia computato anche il periodo anteriore alla data di iscrizione nell'elenco, ai fini del calcolo del tempo continuativo di possesso¹¹⁹.

Per poter esser computato ai fini della maggiorazione deve comunque risultare accertato che le azioni siano appartenute in modo continuativo al medesimo soggetto che chiede l'iscrizione nell'elenco. Le modalità concrete di verifica sono lasciate alle previsioni statutarie. Gli elementi formali da cui poter derivare l'appartenenza continuata sono le risultanze del libro soci e l'assenza di girate a favore di un soggetto diverso da chi chiede l'iscrizione nell'elenco.

7. Gli effetti della maggiorazione del voto sui quorum assembleari e sugli altri diritti sociali

L'art. 127-*quinquies*, comma 8, Tuf prevede che la maggiorazione del diritto di voto si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi che fanno riferimento alle aliquote del capitale sociale.

Questo vuol dire che la base di calcolo dei quorum deve essere corretta integrando la base di computo (il capitale sociale) con i diritti di voto maggiorato, comprendendo cioè, al denominatore così come al numeratore, tutti i voti potenzialmente esprimibili, anche per effetto della maggiorazione¹²⁰. Il fatto che la maggiorazione del voto vada ad

¹¹⁹ Art. 127-*quinquies*, comma 7, Tuf.

¹²⁰ L'impostazione è coerente con i principi generali espressi dagli artt. 2368 e 2369 sulle modalità di calcolo dei quorum assembleari, che escludono le azioni istituzionalmente prive del diritto di voto. Si veda anche il § 1. 4 in materia di voto plurimo. Si veda la previsione dell'art. 120 Tuf.

aumentare il denominatore determina un'attenuazione dell'incremento del peso del voto determinato dalla maggiorazione stessa¹²¹.

La norma fa salva la possibilità per lo statuto di disporre diversamente. Lo statuto potrebbe, ad esempio, escludere dal computo dei quorum, costitutivo e deliberativo, la maggiorazione del voto per determinate materie, di fatto escludendolo in casi determinati (il che sarebbe equivalente alla limitazione della maggiorazione del voto a determinate delibere o materie).

L'art. 127-*quinquies*, comma 8 Tuf, chiarisce infine che la maggiorazione non ha effetto sui diritti diversi dal voto spettanti in forza del possesso di determinate aliquote del capitale sociale, come ad esempio il diritto di convocazione dell'assemblea da parte dei soci (art. 2367 c.c.), il diritto di integrazione dell'ordine del giorno (art. 126-*bis*, Tuf) o quello di presentazione delle liste per la nomina degli amministratori (art. 147-*ter* Tuf)¹²².

8. L'iscrizione nell'elenco e le modalità di accertamento della maggiorazione del voto

L'elenco è lo strumento che consente all'emittente di accertare il possesso continuativo delle partecipazioni da parte dell'azionista ai fini della maturazione del beneficio¹²³. La sua funzione è quindi diversa da quella del libro soci, soggetto a disciplina e adempimenti differenti, anche se, come si vedrà, sussiste una complementarietà tra i due strumenti.

La tenuta dell'elenco è rimessa all'emittente, che deve stabilire nello statuto le modalità per l'accertamento e per l'attribuzione della maggiorazione del voto, incluse l'eventuale previsione della possibilità di rinuncia irrevocabile alla maggiorazione e le (eventuali) scelte opzionali in materia di perdita o estensione del beneficio, previste dall'art. 127-*quinquies*. La sua corretta tenuta presuppone che ci sia un efficiente flusso di informazioni tra azionisti, intermediari ed emittenti che individui con chiarezza ruoli e responsabilità di tutti gli attori coinvolti.

¹²¹ Cfr. [E. LA MARCA, Azioni\(sti\) con voto maggiorato: primi spunti](#), p. 11 e G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, Corr. Giur. 2015, p. 156. Se la maggiorazione viene limitata a determinate delibere, occorrerà tenerne conto in sede di calcolo dei quorum.

¹²² Per una critica a questa impostazione del legislatore, si veda G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, Corr. Giur. 2015, p. 156.

¹²³ L'iscrizione nell'elenco si pone sia come "presupposto indefettibile ai fini del computo del periodo di possesso continuato delle azioni previsto dalla disposizione", sia come meccanismo che consente il monitoraggio del proprio azionariato. Cfr. documento di consultazione del 5 novembre 2014, p. 3.

Il contenuto minimale¹²⁴ del predetto elenco, il regime di pubblicità, il diritto di ispezione dei soci e, infine, i flussi informativi necessari per il funzionamento dell'istituto sono stati disciplinati dalla Consob nel RE e nel Provvedimento congiunto¹²⁵.

Quanto al contenuto, l'elenco è composto da due sezioni. La prima deve riportare almeno le seguenti informazioni: i) i dati identificativi¹²⁶ degli azionisti che hanno chiesto l'iscrizione; ii) il numero di azioni iscritte con l'indicazione dei trasferimenti e dei vincoli; iii) la data di iscrizione nell'elenco. Nella seconda sezione dell'elenco devono essere indicati: i) i dati identificativi degli azionisti che hanno conseguito la maggioranza del voto; ii) il numero delle azioni con diritto di voto maggiorato con l'indicazione dei trasferimenti e dei vincoli, nonché gli atti di rinuncia; iii) la data in cui è stata conseguita la maggioranza del diritto di voto¹²⁷.

L'iscrizione nell'elenco potrà riguardare anche solo una parte delle azioni possedute dal titolare, così come la maggioranza potrà essere richiesta anche per una sola parte delle azioni iscritte¹²⁸.

La funzione dell'elenco è dunque quella di identificare gli azionisti che hanno richiesto il voto maggiorato e di quelli che hanno maturato il diritto al voto maggiorato, sussistendo le condizioni previste dalla legge e dallo statuto che devono essere accertate dall'emittente.

A seguito dei flussi informativi ricevuti da intermediari e azionisti (su cui si dirà in prosieguo), l'emittente è tenuto ad aggiornare l'elenco, secondo quanto previsto dallo statuto e comunque nel rispetto di quanto stabilito dall'art. 85-*bis*, comma 4-*bis*, RE¹²⁹;

¹²⁴ La norma fa infatti riferimento "almeno" alle informazioni ivi previste.

¹²⁵ Cfr. art. 143-*quater* Regolamento Emittenti e artt. 23-*bis* e ss Provvedimento congiunto Consob - Banca d'Italia sulla gestione accentrata (di seguito "Provvedimento congiunto").

¹²⁶ La locuzione "dati identificativi" è la medesima utilizzata per l'identificazione dei soci all'art. 83-*duodecies* Tuf (per un commento si veda M. GARGANTINI, *Commento all'art. 83-duodecies*, NLCC, fasc. 3/2011). Per analogia con quanto previsto all'art. 2421 c.c., dovrebbero ritenersi inclusi il cognome e il nome dell'azionista completati, ai sensi dell'art. 4 del r.d. 29 marzo 1942, n. 239 e dall'art. 5 della legge 29 dicembre 1962, n. 1745, dal domicilio e, per gli enti, dalla denominazione e dalla sede principale. Nel Provvedimento del 7 maggio 2009 il Garante della *privacy* si è pronunciato, con riguardo al diritto di ispezione al libro soci, in senso favorevole, al diritto del socio ad ispezionare il libro soci anche con riferimento all'indirizzo degli altri soci. Ciò alla luce del fatto che l'art. 2421 c.c. non esaurisce il contenuto informativo del libro soci, completato dalle disposizioni contenute all'art. 4 del r.d. 29 marzo 1942, n. 239 e dall'art. 5 della legge 29 dicembre 1962, n. 1745. Per un commento si veda il Caso Assonime 8/2009.

¹²⁷ Art. 143-*quater*, commi 1 e 2, RE.

¹²⁸ Cfr. E. LA MARCA, *Azioni(sti) con voto maggiorato: primi spunti*, op.cit. e G. GUZZI, *La maggioranza del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in Corr. Giur. 2015, pp. 153-167.

¹²⁹ Cfr. art. 143-*quater*, comma 3, RE.

tale ultima disposizione sancisce un regime di trasparenza nei confronti dei terzi, stabilendo l'obbligo per l'emittente di comunicare alla Consob e al pubblico l'ammontare complessivo dei diritti di voto entro cinque giorni di mercato aperto dalla fine di ciascun mese di calendario durante il quale ha accertato un aumento o diminuzione di tale ammontare, nonché entro il giorno successivo alla *record date* per l'assemblea¹³⁰. Quindi nel caso non vi siano modifiche non vi sono obblighi di comunicazione. Il regime di pubblicità è funzionale all'applicazione della disciplina sulle partecipazioni rilevanti e di quella in materia di OPA (su cui si veda Parte terza *infra*).

È stato altresì previsto un ulteriore regime di pubblicità in ordine ai soggetti che hanno richiesto l'iscrizione nell'elenco; a tale scopo l'emittente deve rendere noti, mediante la pubblicazione sul proprio sito internet, i dati identificativi degli azionisti che hanno richiesto l'iscrizione nell'elenco e l'ammontare della partecipazione, ma solo se superiore alla soglia prevista per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti ex art. 120 Tuf, nonché la data di iscrizione¹³¹. Il termine per la pubblicazione è il medesimo di quello previsto dall'art. 85-*bis*, comma 4-*bis*, RE ovvero entro cinque giorni di mercato aperto dalla fine di ciascun mese di calendario durante il quale ha accertato un aumento o diminuzione di tale ammontare nonché entro il giorno successivo alla *record date* per l'assemblea¹³².

Le società devono prevedere regole per quanto riguarda, tra le altre, la periodicità con la quale i soci possono chiedere l'iscrizione nell'elenco, l'attribuzione della maggiorazione del diritto di voto, il termine entro il quale la richiesta di maggiorazione può essere avanzata, la decorrenza degli effetti, nonché il contenuto del diritto e la possibilità di rinuncia¹³³. La previsione di un aggiornamento dell'elenco solo periodico,

¹³⁰ L'informativa da fornire entro il giorno successivo alla *record date* è stata prevista ad esito della consultazione ed è rilevante ai fini del calcolo dei quorum costitutivi e deliberativi.

¹³¹ Art. 143-*quater*, comma 5, RE.

¹³² Invero, da più parti, in sede di risposta alla consultazione, si era chiesto di centralizzare presso la Consob la trasparenza sui nominativi degli azionisti che hanno chiesto l'iscrizione all'elenco, similmente a quanto già accade per la disciplina delle partecipazioni rilevanti (così le risposte di Assonime, Confindustria e *London Stock Exchange*). Sul punto la Consob si è riservata una successiva valutazione (cfr. documento di esito delle consultazioni del 23 dicembre 2014, p. 14).

¹³³ Così il documento di esito delle consultazioni della Consob del 23 dicembre 2014, p. 6. Così, per esempio, un emittente ha previsto che la società provvede alle iscrizioni e all'aggiornamento dell'elenco secondo una periodicità trimestrale (Astaldi). In un altro caso un emittente ha previsto che la richiesta di iscrizione nell'elenco possa essere sottoposta alla società nel corso dei primi 3 mesi dell'anno solare (Campari). Un altro emittente ha previsto una cadenza mensile per l'iscrizione nell'elenco (Amplifon). In un altro caso l'emittente aggiorna l'elenco entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese di calendario durante il quale sono state comunicate o accertate le circostanze che comportano un aggiornamento. "Il termine viene così a coincidere con quello per la fruizione del voto maggiorato una volta compiutosi il periodo di maturazione e con quello previsto dalla normativa vigente per la comunicazione al pubblico da parte degli emittenti dell'ammontare delle azioni che costituiscono il capitale sociale" (cfr.

anziché immediato e continuo, consente, da un lato, di accorpate le richieste di iscrizione e cancellazione via via pervenute, dall'altro lato rischia di accentuare il problema della sfasatura tra titolarità del diritto alla maggiorazione e legittimazione al suo esercizio; potrebbe infatti accadere che, in occasione di una determinata assemblea, vi siano dei soggetti che pur avendo conservato le azioni per più di 2 anni dalla data in cui hanno richiesto l'iscrizione, tuttavia, a causa del differimento dell'iscrizione a un momento successivo alla richiesta, pur se già titolari del diritto alla maggiorazione, non sono ancora legittimati a esercitare tale diritto.

Una soluzione per allineare l'iscrizione all'elenco con l'aggiornamento mensile stabilito dalla Consob potrebbe essere quella di prevedere che tale iscrizione avvenga con efficacia dall'ultimo giorno di ciascun mese così da consentire la comunicazione entro il quinto giorno di mercato aperto del mese successivo.

Quanto, infine, al diritto di ispezione, è stato previsto che le risultanze dell'elenco, al pari di quanto previsto per il libro soci (art. 2422 c.c.), siano messe a disposizione dei soci richiedenti a proprie spese, anche su supporto informatico¹³⁴, in analogia a quanto disposto per il libro soci dall'art. 83-*undecies* Tuf e per le risultanze a seguito dell'identificazione dei soci a norma dell'art. 83-*duodecies* Tuf.

9. I flussi informativi

Il Provvedimento congiunto delinea, tra l'altro, i flussi informativi funzionali all'istituto del diritto di voto maggiorato¹³⁵.

Tali flussi informativi coinvolgono azionisti, emittenti, intermediari e società di gestione accentrata.

È stato in primo luogo previsto che l'azionista che intenda iscriversi all'elenco debba farsi parte attiva richiedendo, una comunicazione, valida fino a revoca¹³⁶, all'intermediario che la invia all'emittente¹³⁷.

relazione degli amministratori di Maire Tecnimont). Per gli aspetti più operativi relativi all'iscrizione all'elenco, alla tenuta del medesimo e al relativo aggiornamento, diversi emittenti li hanno demandati alla determinazione di un eventuale regolamento della società.

¹³⁴ Art. 143-*quater*, comma 4, RE.

¹³⁵ Il Provvedimento congiunto è stato modificato da un atto Consob – Banca d'Italia del 24 febbraio 2015; che è accompagnato da una [relazione illustrativa](#).

¹³⁶ La comunicazione è valida fino a revoca in quanto l'azionista potrebbe, come si vedrà in prosieguo, cedere le azioni o rinunciarvi. Come dichiarato nella relazione illustrativa, l'intermediario è tenuto a monitorare lo *status* delle azioni a partire dal momento in cui effettua la comunicazione fino al momento di un eventuale trasferimento delle stesse (cfr. p. 2). Nel documento di consultazione di modifica del RE del 5

Il contenuto minimale della comunicazione è disciplinato dall'art. 21 del Provvedimento congiunto.

Il riconoscimento della maggiorazione è automatico; tuttavia, se lo statuto richiede una successiva attestazione della legittimazione ai fini del conseguimento della maggiorazione del diritto di voto¹³⁸, è stato previsto che l'azionista debba richiedere una seconda comunicazione all'intermediario che, a sua volta, provvederà ad inviarla all'emittente¹³⁹. Tale seconda comunicazione ha lo scopo di confermare all'emittente la volontà dell'azionista iscritto nell'elenco di accedere, alla scadenza del termine, al beneficio del voto maggiorato per le azioni oggetto della prima comunicazione.

L'emittente, sia nel caso di seconda comunicazione, sia nel caso di automatismo nel riconoscimento del voto maggiorato alla scadenza del periodo di possesso ininterrotto dei titoli, dovrà rilevare nell'elenco tale attribuzione e comunicarla all'intermediario, per gli adempimenti di sua pertinenza.

Sono previsti flussi informativi dall'intermediario all'emittente in caso di aumento di capitale¹⁴⁰, successione per causa di morte, fusione o scissione del titolare¹⁴¹, costituzione, modifica ed estinzione di vincoli¹⁴². In questi casi sarà in capo all'emittente l'onere di accertare se le fattispecie indicate, anche in base a quanto eventualmente previsto in statuto, facciano perdere il requisito della detenzione continuativa¹⁴³,

novembre 2014 la Consob aveva invece ipotizzato il rilascio di una certificazione; a seguito delle risposte ricevute ha poi optato per l'invio di una comunicazione.

¹³⁷ Art. 23-bis, commi 1 e 2, Provvedimento congiunto.

¹³⁸ La Consob ha riconosciuto che è facoltà dell'emittente prevedere nello statuto che l'azionista si attivi per attestare il diritto alla maggiorazione del voto; diversamente il diritto alla maggiorazione del diritto di voto conseguirà automaticamente alla fine del termine indicato nello statuto per la detenzione delle azioni, in assenza di comunicazioni di revoca. Al riguardo si osserva che tra gli emittenti che hanno previsto in statuto la maggiorazione del diritto di voto, l'orientamento prevalente è stato quello di richiedere all'azionista una seconda comunicazione/certificazione alla fine del termine di detenzione delle azioni previsto nello statuto. La scelta statutaria di non prevedere un automatismo è stata ritenuta dalla Consob più tutelante (cfr. documento di esito delle consultazioni del 23 dicembre 2014, p. 7).

¹³⁹ Art. 23-bis, comma 3, Provvedimento congiunto.

¹⁴⁰ Art. 23-bis, comma 4, Provvedimento congiunto.

¹⁴¹ Art. 23-bis, comma 8, Provvedimento congiunto.

¹⁴² Per quest'ultima fattispecie è richiesta una segnalazione dall'intermediario all'emittente. Art. 23-bis, comma 9, Provvedimento congiunto.

¹⁴³ Così per esempio, in un caso un emittente ha previsto che "la costituzione di pegno con conservazione del diritto di voto in capo al titolare del diritto reale legittimante non determina la perdita della legittimazione al beneficio del voto doppio" (Campari). Un altro emittente ha previsto che le operazioni di costituzione o alienazione di diritti parziali sulle azioni in forza delle quali l'azionista iscritto nell'elenco risulti privato del diritto di voto comportano la perdita della maggiorazione del voto (Amplifon). Un altro emittente ha previsto che la maggiorazione del diritto di voto viene meno per le azioni oggetto di cessione a qualsiasi titolo

presupposto di applicazione del diritto di voto maggiorato. Sono parimenti previsti flussi informativi all'emittente da parte dell'intermediario in caso di trasferimenti totali o parziali delle azioni, rinuncia alla maggiorazione. In tali casi, l'intermediario deve effettuare una comunicazione di revoca in cui indica, oltre alla causale, il numero progressivo annuo di emissione della comunicazione originaria, ove possibile. Qualora l'intermediario abbia effettuato una o più comunicazioni in relazione ad azioni acquistate in momenti diversi e il trasferimento non abbia per oggetto la totalità delle azioni, deve essere utilizzato il cd. criterio "lifo" (*last in - first out*) in virtù del quale si considerano trasferite per prime le azioni registrate da ultimo sul conto. Il medesimo criterio deve essere utilizzato dall'emittente per l'aggiornamento dell'elenco¹⁴⁴.

Nel caso di trasferimento delle azioni dal *dossier* di un intermediario a quello di altro intermediario non si applica una comunicazione di revoca ma le concrete modalità adottate dagli intermediari dovranno tuttavia essere tali da garantire all'emittente di conoscere l'identità degli intermediari coinvolti nel trasferimento, in particolare quella del partecipante diretto o indiretto al sistema di gestione accentrata dove sono stati trasferiti i titoli¹⁴⁵.

Sono previsti flussi informativi di ritorno dall'emittente all'intermediario in caso di avvenuta o mancata iscrizione all'elenco e di conseguimento o mancato conseguimento della maggiorazione del voto, con l'esplicitazione dell'eventuale diniego¹⁴⁶, nonché in caso di cancellazione dall'elenco o perdita della maggiorazione per cause diverse dalle cessioni a titolo oneroso o gratuito e non conosciute dall'intermediario (cessioni dirette o indirette di partecipazioni di controllo in società o enti che detengono azioni a voto maggiorato in misura superiore alla soglia ex art. 120, comma 2, Tuf) e in caso di rinuncia irrevocabile, se prevista dallo statuto¹⁴⁷. I flussi di

oneroso o gratuito, ovvero costituite in pegno, oggetto di usufrutto e di altri vincoli che attribuiscono ad un terzo il diritto di voto (Maire Tecnimont). Un altro emittente ha previsto che la costituzione in pegno senza attribuzione del diritto di voto al creditore pignoratizio non costituisce causa di decadenza dal beneficio della maggiorazione (Terni Energia).

¹⁴⁴ Art. 23-*bis*, comma 6, Provvedimento congiunto.

¹⁴⁵ Art. 23-*bis*, comma 7, Provvedimento congiunto.

¹⁴⁶ Art. 23-*bis*, comma 5, Provvedimento congiunto.

¹⁴⁷ Art. 23-*bis*, comma 10, Provvedimento congiunto. Lo stesso flusso di ritorno deve riguardare gli aumenti di capitale in quanto l'emittente deve confermare di aver esteso il beneficio alle azioni di nuova emissione o di aver riconosciuto l'estensione proporzionale del beneficio in esecuzione di un aumento di capitale mediante nuovi conferimenti. In ogni caso il flusso di ritorno deve essere assicurato senza indugio e dovrà essere contestuale all'aggiornamento dell'elenco nel termine eventualmente previsto dallo statuto (cfr. relazione illustrativa, p. 5).

ritorno devono essere effettuati dall'emittente senza indugio, e comunque entro la giornata contabile in cui effettua l'aggiornamento dell'elenco.

Le comunicazioni menzionate fanno sorgere l'obbligo per l'emittente di aggiornare il libro soci, come previsto dall'art. 29, comma 5, del Provvedimento congiunto; ciò a dimostrazione della complementarietà tra il libro soci e l'elenco previsto dall'art. 127-*quinquies* Tuf.

10. Il ruolo degli intermediari

Il Provvedimento congiunto identifica sia l'intermediario cui l'azionista deve richiedere le comunicazioni ex art. 23-*bis*, sia l'intermediario che invia le predette comunicazioni all'emittente; nel primo caso l'intermediario cui l'azionista deve chiedere la comunicazione ex art. 23-*bis* è il cd. ultimo intermediario¹⁴⁸, ovvero l'intermediario che tiene il conto sui quali sono registrati gli strumenti finanziari di pertinenza di soggetti che non operano in qualità di intermediari (investitori finali) o di soggetti non residenti¹⁴⁹. L'intermediario che invece effettua le comunicazioni all'emittente è quello partecipante al sistema di gestione accentrata¹⁵⁰, in analogia a quanto già accade per le altre comunicazioni disciplinate dal Provvedimento.

Tale sistema è quello già utilizzato per le comunicazioni per la partecipazione all'assemblea, per l'esercizio di altri diritti, quali quello di porre domande, di integrare l'ordine del giorno, ecc..

Il Provvedimento congiunto non si occupa di definire i flussi all'interno della catena di intermediazione – che può anche essere molto lunga – e, opportunamente, non disciplina l'analitico contenuto delle comunicazioni¹⁵¹; per gli aspetti operativi non espressamente disciplinati¹⁵², il Provvedimento congiunto rinvia quindi alle prassi degli emittenti, degli intermediari e della società di gestione accentrata¹⁵³. Nell'ambito ad esempio delle linee guida Abi-Assonime-Assosim elaborate per l'esercizio del diritto di partecipazione all'assemblea e per l'esercizio di diritti diversi¹⁵⁴, lo schema prevede che

¹⁴⁸ Si veda il comma 1 dell'art. 23-*bis*.

¹⁴⁹ Si veda la definizione contenuta nel Provvedimento congiunto, art. 1, lett. jj).

¹⁵⁰ Cfr. art. 27, comma 1, Provvedimento congiunto.

¹⁵¹ Essendo il contenuto della comunicazione, ex art. 21, comma 2, minimale.

¹⁵² Così, per esempio, le linee guida potranno disciplinare le modalità con cui effettuare le comunicazioni previste dall'art. 23-*bis*.

¹⁵³ Cfr. art. 23-*bis*, comma 12, Provvedimento congiunto.

¹⁵⁴ Si vedano le linee guida commentate nelle circolari Assonime del 13 gennaio 2006, *Modalità di comunicazione per l'intervento in assemblea ex art. 34-bis regolamento Consob n. 11768/98 e successive*

la comunicazione all'emittente sia effettuata dall'intermediario partecipante al sistema di gestione accentrata, in armonia con il Provvedimento congiunto, ma che tale intermediario possa delegare un altro intermediario più a valle nella catena. Verosimilmente, anche nella linee guida per il diritto alla maggiorazione del voto, sarà replicato il medesimo schema.

11. Il ruolo della società di gestione accentrata

Nell'ambito dei flussi funzionali all'operatività del voto maggiorato anche la società di gestione accentrata svolge il proprio ruolo; è infatti stato stabilito che essa mantenga separata evidenza contabile delle azioni nel caso di un soggetto iscritto nell'elenco di cui all'art. 127-*quinquies* Tuf e nel caso del conseguimento del diritto alla maggiorazione del voto. A tale scopo sono previsti, previa richiesta dell'emittente, tre codici: uno che identifica le azioni di cui è stata chiesta l'iscrizione nell'elenco; uno che identifica le azioni effettivamente iscritte nell'elenco; un terzo codice (che è un nuovo codice ISIN attribuito dalla Banca d'Italia) che identifica le azioni che hanno conseguito la maggiorazione. Nel caso di cessione le azioni tornano ad avere il codice ISIN originario¹⁵⁵.

La procedura sopradescritta dovrebbe permettere agli intermediari e agli emittenti di individuare con ragionevole certezza le azioni iscritte all'elenco e quelle che hanno conseguito la maggiorazione, così da consentire ad entrambi i soggetti indicati di porre in essere gli adempimenti necessari richiesti dalla normativa e/o dallo statuto.

La procedura delineata nel Provvedimento congiunto, che coinvolge emittenti, intermediari e società di gestione accentrata e che postula l'esistenza di efficaci flussi informativi tra questi soggetti, nonché l'attribuzione di codici identificativi delle azioni con voto maggiorato, potrà essere evitata nel caso in cui i conti degli azionisti interessati alla maggiorazione del voto siano detenuti direttamente dall'emittente, come già consentito dal Provvedimento congiunto¹⁵⁶; in questo caso tutti i contatti e i flussi

modifiche e integrazioni e, successivamente, 32/2011, Le modalità di comunicazione per l'intervento in assemblea ex art. 83-sexies Tuf: le nuove linee guida Abi-Assonime-Assosim e 8/2014, Commento alle linee guida interassociative per l'invio delle comunicazioni e il rilascio di certificazioni per l'esercizio di alcuni diritti degli azionisti e l'invio delle segnalazioni ai sensi del Provvedimento congiunto Banca d'Italia/Consob sul post-trading.

¹⁵⁵ Art. 30, comma 3, lett. c-bis, Provvedimento congiunto.

¹⁵⁶ Cfr. art. 13, comma 1, lett. g) che include gli emittenti, limitatamente agli strumenti finanziari emessi o assegnati dagli stessi o da società controllate o collegate, nella definizione di "intermediari" ai fini dell'applicazione della disciplina sulla gestione accentrata. Tale regime, utilizzato tipicamente per la detenzione delle azioni da parte dei proprietari di pacchetti di controllo, è simile a quello esistente in Francia, denominato *nominatif pur* (per un commento si veda G. Carriero, *La legge sulla*

informativi passano unicamente attraverso la società emittente che gestisce l'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari. Tale possibilità potrebbe essere maggiormente utilizzata in quanto consente una maggiore conoscibilità in caso di identificazione degli azionisti, di dividendo maggiorato e contiene i costi per gli azionisti stessi.

dematerializzazione degli strumenti finanziari: tecniche giuridiche ed obiettivi, Foro Italiano, 1998, IV, p. 309 e ss.).

Parte III - Problemi comuni alle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato

Dopo aver esaminato partitamente gli istituti delle azioni a voto plurimo e della maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate, nei successivi paragrafi si esamineranno alcuni temi comuni che tali figure presentano.

1. Voto plurimo, voto maggiorato e partecipazioni rilevanti

L'art. 120 Tuf impone l'obbligo a chi partecipa in un emittente con azioni quotate avente l'Italia come Stato membro d'origine in una misura qualificata o dismette una partecipazione qualificata¹⁵⁷ l'obbligo di comunicare tale partecipazione alla società partecipata e alla Consob.

Al fine di armonizzare la predetta disciplina con le nuove figure del voto plurimo e del voto maggiorato, il decreto legge n. 91/2014 ha modificato l'art. 120 Tuf prevedendo che, nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o che hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, per capitale si intende il numero complessivo dei diritti di voto¹⁵⁸. Si tratta di una modifica diretta a rendere note le reali situazioni di potere dei maggiori azionisti, potere che passa per la disponibilità dei diritti di voto rispetto al complesso dei voti esercitabili. In tali società, dunque, ai fini dell'individuazione della soglia di partecipazione rilevante, tanto la misura della partecipazione quanto l'entità del capitale complessivo vanno calcolati con riferimento al numero dei diritti di voto che potrebbe non coincidere rispettivamente con la percentuale di capitale posseduta o con il capitale sociale.

La possibilità che il numero complessivo dei diritti di voto possa subire continue oscillazioni in aumento o in riduzione, per effetto della maturazione di voti maggiorati, per la rinuncia alla maggiorazione o per l'emissione delle azioni a voto plurimo pone due ordini di problemi: (i) l'individuazione di un riferimento temporale per determinare il numero dei diritti di voto complessivamente esistenti, sulla base del quale calcolare il possesso di una partecipazione rilevante; (ii) l'applicazione degli obblighi di

¹⁵⁷ In particolare si prevede l'obbligo di comunicare: il superamento della soglia del 2% del capitale; il raggiungimento o il superamento della soglia del 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 66,6%, 90%, 95%; la riduzione sotto le predette soglie (art. 117 RE). Lo stesso decreto legge n. 91/2014 ha elevato la soglia iniziale al 5% nel caso di partecipazione in una PMI quotata. La nozione di PMI quotata è stata introdotta sempre dal decreto legge n. 91/2014 e comprende le imprese emittenti azioni quotate che abbiano, in base al bilancio approvato relativo all'ultimo esercizio, un fatturato fino a 300 milioni di euro ovvero una capitalizzazione media di mercato, nell'ultimo anno solare, inferiore ai 500 milioni di euro.

¹⁵⁸ L'art. 120 comma 1, previgente, prevedeva che "per capitale di società per azioni si intende quello rappresentato da azioni con diritto di voto".

comunicazione in presenza di oscillazioni delle partecipazioni rilevanti di natura meramente passiva, che non dipendono cioè da comportamenti attivi dell'azionista.

Entrambi i profili sono stati affrontati dalla delibera n. 19084 del 19 dicembre 2014. In particolare, la Consob: (i) ha introdotto un obbligo a carico degli emittenti di comunicare al pubblico l'ammontare complessivo dei diritti di voto e del capitale con cadenza mensile; (ii) ha dettato un termine specifico per la comunicazione delle partecipazioni qualificate in caso di voto maggiorato; (iii) ha introdotto un'esenzione dall'obbligo di comunicazione per le variazioni di natura meramente passiva relative alla soglia del 2%.

a) Obbligo di comunicazione dell'ammontare complessivo dei diritti di voto e del capitale sociale

Nel caso in cui lo statuto preveda la maggiorazione del diritto di voto ovvero l'emissione di azioni a voto plurimo, 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, 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 *record date*¹⁵⁹. La comunicazione deve quindi essere effettuata su base mensile, in presenza di variazioni sul numero dei diritti di voto, e comunque almeno una volta l'anno in occasione dell'assemblea di bilancio entro il giorno successivo alla *record date*.

L'obbligo di comunicazione al pubblico del numero complessivo dei diritti di voto si aggiunge agli obblighi di comunicazione relativi al capitale sociale e alla sue variazioni, già previsti dall'art. 85-bis RE. L'obbligo deve essere assolto secondo le modalità indicate per la diffusione e lo stoccaggio delle informazioni regolamentate¹⁶⁰.

I termini per la comunicazione sono stati modificati rispetto al testo posto in consultazione, che faceva riferimento a cinque giorni di calendario e al termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea. La scelta di optare per cinque giorni di mercato aperto, come richiesto anche da Assonime in sede di consultazione, risponde all'esigenza di concedere un termine più lungo per l'adempimento dell'obbligo da parte degli emittenti. La previsione dell'obbligo di comunicazione entro il giorno successivo alla *record date* risponde invece all'esigenza

¹⁵⁹ Art. 85-bis, comma 4-bis, RE.

¹⁶⁰ Artt. 65-*quinquies*, 65-*sexies* e 65-*septies* RE

di avere un'informativa aggiornata a ridosso dell'assemblea, necessaria, ad esempio, per il calcolo dei quorum costitutivi e deliberativi e per consentire a tutti gli azionisti di conoscere agevolmente l'attuale peso dei propri diritti di voto, in termini percentuali, rispetto al numero complessivo dei diritti di voto esercitabili in assemblea¹⁶¹.

La norma consente quindi di cristallizzare a una data specifica il numero dei diritti di voto sulla base dei quali calcolare la partecipazione rilevante ai fini degli obblighi di comunicazione al mercato (e ai fini dell'attivazione dell'obbligo di OPA, su cui si veda § 2 *infra*).

b) Termine di comunicazione della partecipazione rilevante in caso di voto maggiorato

Per quanto riguarda gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, la Consob detta una regola speciale per l'ipotesi in cui il superamento o la riduzione della partecipazione rispetto a una soglia rilevante sia conseguente alla maggiorazione del diritto di voto ovvero alla rinuncia ascrivibile al medesimo socio¹⁶².

Nel presupposto infatti che il soggetto non conosce ancora l'ammontare complessivo dei voti aggiornato, l'obbligo di comunicazione dovrà essere assolto entro cinque giorni di negoziazione decorrenti dalla data della nuova comunicazione successiva la conseguimento della maggiorazione effettuata dall'emittente ex articolo 85-*bis*, comma 4-*bis*, RE¹⁶³.

Nel caso in cui invece il superamento o la riduzione sia conseguente a un'operazione di acquisto o vendita di azioni, l'obbligo di comunicazione, anche in una società che consente la maggiorazione del voto, dovrà essere comunque assolto dalla data in cui l'operazione è posta in essere, prendendo a riferimento quale capitale complessivo il numero complessivo dei diritti di voto in quel momento noti al mercato come da ultimo comunicati dall'emittente¹⁶⁴. La differenza di trattamento sembra discendere dal fatto che l'operazione di acquisto o di vendita delle azioni non determina una variazione del numero di voti disponibili e non altera il valore segnaletico della comunicazione precedentemente resa dalla società ai sensi dell'art. 85-*bis*, comma 4-*bis*.

¹⁶¹ Così Documento Consob sull'esito alle consultazioni, pag. 5.

¹⁶² Art. 121, comma 1-*bis*, RE.

¹⁶³ Documento di esito alle consultazioni, pag. 14. La Consob precisa anche che resta fermo che le società possono prevedere che l'assegnazione del diritto di voto maggiorato all'azionista (indipendentemente da un atto di questi) intervenga contestualmente alla comunicazione mensile dei diritti di voto ai sensi dell'art. 85-*bis*, comma 4-*bis*, RE.

¹⁶⁴ Art. 121, comma 1, RE.

c) Esenzione parziale dall'obbligo di comunicazione delle variazioni passive

La delibera Consob n. 19084 ha introdotto uno specifico esonero dall'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti nei casi di aumento o di riduzione in misura maggiore o inferiore alla sola soglia del 2%¹⁶⁵, quando tale situazione non derivi da un comportamento attivo del titolare della partecipazione ma sia conseguente a eventi di natura meramente passiva¹⁶⁶. Si tratta in concreto di quelle situazioni in cui il superamento o la riduzione discenda, ad esempio, dalla rinuncia al voto maggiorato da parte di un soggetto diverso dal titolare della partecipazione o dalla maturazione del voto maggiorato.

La semplificazione nasce dall'esigenza di contemperare gli obblighi di trasparenza degli assetti proprietari, in presenza di variazioni del numero complessivo dei diritti di voto (denominatore) su cui va calcolata la partecipazione rilevante, con quella di non imporre maggiori oneri di monitoraggio e *compliance* in capo ad azionisti che operano continuamente sul mercato come gli investitori istituzionali. La Consob ha chiarito, nel documento di esito alle consultazioni, che ciò non comporta un indebolimento della trasparenza proprietaria nello specifico contesto italiano, considerato che restano fermi i poteri di vigilanza informativa dell'Autorità previsti dagli articoli 114 e 115 del Tuf¹⁶⁷.

2. Voto plurimo, voto maggiorato e OPA

Il decreto legge n. 91/2014 ha introdotto alcune modifiche alla disciplina sulle offerte pubbliche d'acquisto per tenere conto della previsione della maggiorazione del voto e dell'emissione di azioni a voto plurimo. In particolare, è intervenuto sulla regola della neutralizzazione e sulla disciplina dell'OPA obbligatoria.

a) Regola della neutralizzazione

La regola della neutralizzazione, prevista dall'art. 104-*bis* Tuf, colpisce le limitazioni al trasferimento dei titoli e al diritto di voto, previste nello statuto o in patti parasociali, rendendole inefficaci in pendenza di un'offerta pubblica d'acquisto o successivamente

¹⁶⁵ L'esenzione copre anche le variazioni passive che interessano la soglia del 5% in caso di PMI quotate. Il comma 2 dell'art. 117 RE prevede un obbligo di comunicazione per il superamento passivo delle sole soglie previste dal comma 1, lett. b) (cioè quelle del 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 66,6%, 90%, 95%). Restano escluse quelle indicate alla lett. a) del comma 1, e cioè quelle del 2% e del 5% per le PMI quotate.

¹⁶⁶ Art. 117, comma 2, RE.

¹⁶⁷ Documento di esito alle consultazioni, pagg. 12 e ss.

all'offerta che abbia permesso all'offerente di detenere almeno il 75% del capitale con diritto di voto¹⁶⁸. La regola è opzionale, nel senso che è rimessa alle singole società la possibilità di prevederla in via statutaria (cd. *opt-in*)¹⁶⁹. Dunque le società, per avvalersi della regola di neutralizzazione, devono prevederla espressamente nello statuto.

Il decreto-legge 91 ha ricondotto nell'ambito di applicazione della regola della neutralizzazione anche il voto plurimo e il voto maggiorato¹⁷⁰. Quindi, se lo statuto prevede l'applicabilità della regola di neutralizzazione, gli effetti moltiplicativi del rafforzamento del voto saranno annullati¹⁷¹.

b) OPA obbligatoria

Il Tuf prevede un obbligo di OPA successiva e totalitaria a carico di chi, a seguito di acquisti, venga a detenere, individualmente o di concerto con altri, una soglia fissa di partecipazione superiore al 30% del capitale rappresentato da titoli, negoziati in un mercato regolamentato, che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni sulla nomina e revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza (art. 106, comma 1, e art. 105, comma 2, Tuf). L'obbligo di OPA sorge anche in presenza di acquisti superiori al 5% effettuati nel corso di dodici mesi da parte di coloro che già detengono la partecipazione del 30% senza però disporre della maggioranza dei diritti di voto in assemblea (cd. OPA da consolidamento, art. 106, comma 3, lett. b), Tuf e art. 46 RE).

¹⁶⁸ In particolare, l'art. 104-bis, comma 2, Tuf, stabilisce che, nel periodo di adesione a un'offerta pubblica, non hanno effetto nei confronti dell'offerente le limitazioni al trasferimento di titoli previste nello statuto né hanno effetto, nelle assemblee chiamate a decidere sull'autorizzazione alle misure difensive, di cui all'art. 104 Tuf, le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali. Prevede ancora, al comma 3, che, quando a seguito dell'offerta l'offerente venga a detenere almeno il 75% del capitale con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, nella prima assemblea che segue la chiusura dell'offerta, convocata per modificare lo statuto o per revocare o nominare gli amministratori o i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, non hanno effetto le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o nei patti parasociali nonché qualsiasi diritto speciale in materia di nomina o revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza previsto nello statuto. Si rinvia alla nostra circolare n. 16 del 22 maggio 2013, II edizione, "*La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio*".

¹⁶⁹ Sul punto si veda la Circolare Assonime n. 16 del 2013, II ed., "*La disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto e di scambio*", p. 44.

¹⁷⁰ La disposizione appare in linea con la previsione della direttiva 2004/25/CE, che, all'art. 11, prevede che nelle assemblee chiamate a deliberare su eventuali misure di difesa a seguito di un'offerta pubblica d'acquisto o di scambio sui titoli dell'emittente le azioni a voto plurimo conferiscono soltanto un voto.

¹⁷¹ Cfr. Relazione al decreto legge n. 91/2014, p. 34: "Con specifico riguardo alla modifica dell'articolo 104-bis del Tuf, è stata coordinata la regola della neutralizzazione prevista da tale norma con l'introduzione delle azioni a voto maggiorato: le società, in forza dell'autonomia statutaria (cosiddetto *opt-in* statutario), potranno decidere se prevedere il venir meno del voto maggiorato nelle assemblee convocate per deliberare tecniche di difesa in pendenza di offerte pubbliche di acquisto ovvero in alcune specifiche assemblee successive all'acquisizione di almeno il 75 per cento del capitale da parte dell'offerente".

In questo caso, non muta il soggetto che detiene il controllo ma la qualità del controllo stesso, che risulta consolidato dagli acquisti effettuati.

Il decreto legge n. 91/2014 ha modificato la disciplina sull'obbligo di OPA sotto due profili.

Innanzitutto, ha previsto che le PMI quotate possono prevedere, statutariamente, una soglia diversa da quella del 30%, purché non inferiore al 25% e non superiore al 40% (art. 106, comma 1-ter, Tuf). Ha poi previsto, per le società diverse dalle PMI quotate, che l'OPA successiva totalitaria deve essere promossa anche quando, a seguito di acquisti, un soggetto viene a detenere una partecipazione superiore al 25%, in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata (art. 106, comma 1-bis, Tuf).

In secondo luogo, ha ridefinito i presupposti per il sorgere dell'obbligo di OPA al fine di tenere conto della maggiorazione del voto e dell'emissione di azioni a voto plurimo, suscettibili di incidere sul numero di voti disponibili senza modificare però l'entità dei titoli in circolazione. Il nuovo art. 106, comma 1, Tuf prevede ora l'obbligo di OPA a carico di chiunque, a seguito di acquisti o di maggiorazione dei diritti di voto, viene a detenere una partecipazione superiore alla soglia del 30% oppure a disporre di diritti di voto in misura superiore al 30%. Analogamente, l'obbligo di OPA è previsto nei casi di consolidamento della partecipazione rilevante, ai sensi dell'articolo 106, comma 5, lett. a), Tuf, a seguito di acquisti o per effetto di maggiorazione del voto. Infine, tali obblighi trovano applicazione anche nei casi di concerto tra più soggetti, qualora il superamento della soglia rilevante consegua alla maggiorazione del diritto di voto (art. 109, comma 1, secondo periodo, Tuf). Il legislatore non è invece intervenuto sul testo dell'articolo 105, comma 2, del TUF, che definisce la "partecipazione" quale una quota dei titoli emessi che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza, mentre ha modificato il comma 3 del medesimo articolo nella parte in cui delega alla Consob il compito di determinare i criteri di calcolo della partecipazione indicata nei commi 1, 1-bis e 1-ter dell'art. 106, anche nelle ipotesi in cui lo statuto preveda la maggiorazione del diritto di voto¹⁷².

Con riferimento ai criteri di calcolo della partecipazione rilevante ai fini dell'obbligo di OPA, la formulazione del nuovo comma 1 dell'art. 106 Tuf non chiarisce se la norma

¹⁷² L'obbligo di acquisto di cui all'articolo 108, commi 1 e 2, e il diritto di acquisto di cui all'articolo 111, del Tuf, trovano applicazione tenendo conto della partecipazione calcolata in rapporto al numero complessivo dei titoli emessi dalla società, in considerazione della *ratio* delle citate disposizioni (*sell out* e *freeze out*).

abbia voluto introdurre una doppia soglia di OPA alternativa e correlata sia alla detenzione delle azioni in misura superiore al 30% del totale del capitale sociale, sia conseguente alla detenzione di più del 30% del totale dei diritti di voto. La questione è stata affrontata nel corso della consultazione per la modifica del Regolamento Emittenti. La Consob ha al riguardo commentato che la formulazione dell'articolo 106, comma 1, del Tuf, nella parte in cui ricollega l'inciso "*a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto,*" al successivo "*venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi*", solo apparentemente sembra indicare due fattispecie normative distinte, poiché l'intervento legislativo muove dalla necessità di prevedere l'obbligo di OPA anche nelle ipotesi di potenziale non corrispondenza tra numero di azioni e numero dei diritti di voto (principio comunemente descritto nella formula "*one share- one vote*"), che, appunto, si verifica nelle società che hanno introdotto la maggiorazione del diritto di voto o hanno emesso azioni a voto plurimo (nei limiti indicati dall'articolo 127-sexies del Tuf). L'art. 106, comma 1, Tuf, si limiterebbe dunque a chiarire che la maggiorazione del voto rappresenta una tecnica di acquisizione del controllo analoga a quella che si può realizzare mediante l'acquisto di titoli azionari¹⁷³.

La soluzione seguita dalla Consob, largamente condivisa dai partecipanti alla consultazione, è stata quella di ritenere che la soglia dell'OPA sia unica. Il nuovo art. 44-bis.1, RE prevede che nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, la partecipazione rilevante ai fini dell'obbligo di OPA è calcolata tenendo conto del numero complessivo dei diritti di voto esercitabili nelle deliberazioni di nomina e revoca degli amministratori e del consiglio di sorveglianza. La soluzione appare in linea con la rilevanza attribuita alla disponibilità di soglie qualificate del diritto di voto, ai fini dell'OPA obbligatoria, già prima della introduzione del meccanismo della maggiorazione del voto. E' inoltre coerente con la *ratio* dell'obbligo, che è quella di offrire uno strumento di tutela per gli azionisti di minoranza in presenza di un trasferimento del "controllo", per tale intendendosi la percentuale rilevante in termini di diritti di voto.

Il numero complessivo dei diritti di voto su cui calcolare la percentuale rilevante ai fini dell'obbligo di OPA è quello comunicata dall'emittente ai sensi dell'art. 85-bis, comma 1-bis, RE (art. 44-bis.1, RE).

¹⁷³ Cfr. Documento di consultazione della Consob e documento sugli esiti della consultazione.

Al riguardo, la Consob distingue l'ipotesi in cui il superamento della soglia rilevante ai fini dell'obbligo di OPA sia conseguente alla maggiorazione del diritto di voto del medesimo azionista, e l'ipotesi in cui il superamento della soglia sia conseguente ad un'operazione di acquisto di azioni.

Nel primo caso, il numeratore della partecipazione terrà conto del numero dei diritti di voto di cui l'azionista è titolare, mentre il denominatore terrà conto del numero complessivo dei diritti di voto a seguito della maggiorazione. Quanto all'ammontare di tale denominatore, trattandosi 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), l'obbligo di comunicazione ai sensi dell'articolo 102, comma 1, del Tuf, viene a configurarsi dalla data della successiva comunicazione dell'emittente ex articolo 85-bis, comma 4-bis, RE.

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

Quanto al prezzo dell'OPA obbligatoria in caso di maggiorazione del voto, l'art. 106, comma 2, seconda parte Tuf stabilisce esplicitamente che, in mancanza di acquisti a un prezzo più elevato, l'offerta è promossa a un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile.

c) Superamento passivo della soglia OPA e esenzione

La delibera Consob n. 19084 ha introdotto un'esenzione dall'obbligo di OPA per il caso di superamento passivo della soglia rilevante, che si possono verificare ad esempio a seguito della rinuncia alla maggiorazione o alla vendita di azioni a voto maggiorato, da parte di altri azionisti.

Pertanto, nelle società che prevedono la maggiorazione del voto o l'emissione di azioni a voto plurimo, non sussiste l'obbligo di OPA quando il superamento della soglia è determinato dalla riduzione del numero complessivo dei diritti di voto esercitabili sulle delibere per la nomina o la revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza (art. 49, comma 1, lett. d-bis, RE). L'acquisto del controllo non sarebbe infatti riconducibile alla volontà del soggetto e per questo interviene l'esenzione.

La stessa norma prevede però un limite all'operatività dell'esenzione, nel caso in cui il soggetto che ha superato la soglia rilevante dei diritti di voto abbia anche acquistato una partecipazione al capitale superiore alle medesime soglie, calcolata sulla base del

numero dei titoli in circolazione. La Consob ha attribuito un valore segnaletico alla partecipazione qualificata al capitale della società: ha infatti ritenuto che, così facendo, l'azionista si pone, volontariamente, in una posizione di potenziale acquisto del controllo della società emittente¹⁷⁴. Da qui, il venir meno del carattere totalmente involontario dell'acquisto del controllo e quindi il limite all'operatività dell'esenzione.

La norma non prevede un limite temporale di riferimento per gli acquisti in misura superiore alla soglia del 30% del capitale sociale (o delle altre soglie previste per l'obbligo di opa) che hanno l'effetto di limitare l'operatività dell'esenzione¹⁷⁵.

Ai fini dell'esenzione, dovrebbero rilevare solo gli acquisti effettuati successivamente alla piena operatività della maggiorazione del voto. E' solo quando opera la maggiorazione del voto che la soglia per l'opa obbligatoria è calcolata con riferimento al numero complessivo dei diritti di voto (ai sensi dell'art. 106, comma 1, Tuf e art. 44-bis.1 RE) e non rispetto ai titoli (con diritto di voto sulla nomina e la revoca degli amministratori e del consiglio di sorveglianza) emessi dall'emittente. Gli acquisti effettuati prima dovranno essere computati ai fini dell'obbligo di opa, facendo riferimento alla quota di capitale sociale.

Infine, la lett. e) dell'art. 49, comma 1, dispone che l'obbligo di OPA non sussiste quando, in caso di superamento delle soglie, il soggetto si impegna a cedere a parti non correlate i titoli o a ridurre i diritti di voto in eccedenza entro dodici mesi e a non esercitare i relativi diritti di voto. Il termine è esteso a diciotto mesi, se il soggetto che ha superato la soglia è abilitato al servizio di investimento e ha assunto garanzia nell'ambito di un aumento di capitale o di un'operazione di collocamento dei titoli. La riduzione dei diritti di voto può essere realizzata anche tramite la rinuncia alla maggiorazione.

3. Voto plurimo, voto maggiorato e altri meccanismi di deroga al principio di proporzionalità del voto

Un'altra questione comune alle azioni a voto plurimo e a quelle a voto maggiorato riguarda il rapporto di queste figure con gli altri meccanismi di deroga al principio proporzionale del diritto di voto. In particolare il problema consiste nel verificare se le società che abbiamo emesso azioni a voto plurimo oppure abbiano previsto il

¹⁷⁴ La soluzione della Consob è stata criticata in dottrina. Cfr. P. MONTALENTI, *Intervento in Voto plurimo, voto maggiorato e modifiche dell'OPA*, di prossima pubblicazione su *Giur. Comm.* 2015, p. 221; G. GUZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, *Corr. Giur.* 2015, p. 153, 165.

¹⁷⁵ Cfr. risposta Assonime alla consultazione Consob.

meccanismo del voto maggiorato possano usufruire anche degli altri meccanismi giuridici che derogano al principio di voto proporzionale.

Si pensi in particolare alla possibilità di prevedere, accanto ad azioni a voto plurimo o a meccanismi di maggiorazione del voto, azioni prive del diritto di voto, con voto limitato a particolari argomenti, con voto subordinato al verificarsi di condizioni non meramente potestative. Si pensi ancora alla possibilità di prevedere sistemi di voto scalare o tetti massimi al diritto di voto.

Il legislatore si preoccupa solo di disciplinare il cumulo tra azioni a voto plurimo e voto maggiorato. Come abbiamo visto, le società quotate che presentano azioni a voto plurimo non possono prevedere ulteriori maggiorazioni del diritto di voto a favore di singole categorie di azioni né attribuire maggiorazioni del diritto di voto.

Proprio il fatto di aver vietato espressamente solo il cumulo tra azioni a voto plurimo e voto maggiorato o altri meccanismi di maggiorazione nelle società quotate indurrebbe a far ritenere che il legislatore implicitamente ammetta la possibilità che le società, le quali abbiano emesso azioni a voto plurimo o attribuiscono il voto maggiorato, possano usufruire degli altri meccanismi giuridici di limitazione del diritto di voto sopra indicati (nel rispetto del limite quantitativo complessivo della metà del capitale sociale riferito alle azioni senza diritto di voto o con voto limitato).

Il punto è chiaramente molto delicato in quanto il cumulo dei meccanismi di alterazione del principio di proporzionalità del diritto di voto amplifica l'effetto di cristallizzazione del controllo in capo a una minoranza di soci.

Al riguardo la dottrina¹⁷⁶ si è espressa nel senso che il limite in base al quale il valore delle azioni prive del diritto di voto o con diritto di voto limitato non può superare la metà del capitale sociale è un'indicazione di principio che impedisce il cumulo tra azioni a voto limitato e azioni a voto plurimo quando ciò consenta un controllo con una quota inferiore al 25% del capitale. In sintesi, è possibile combinare gli strumenti del voto plurimo e delle azioni senza diritto di voto, a condizione però che il controllo possa spettare solo a chi sia titolare almeno del 25% del capitale più un'azione.

Il problema non si pone quando si combinano azioni a voto plurimo o voto maggiorato e clausole di voto scalare o di tetto massimo al diritto di voto. Queste ultime anzi sono clausole di attribuzione del diritto di voto funzionali a ristabilire un equilibrio nei voti

¹⁷⁶ Cfr. M. LIBERTINI C. ANGELICI, *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso, di prossima pubblicazione* su Riv. Dir. Com. 2015.

spettanti ai singoli soci limitandone l'esercizio. Non vi dovrebbero essere dubbi quindi sul possibile cumulo tra azioni a voto plurimo ovvero voto maggiorato e clausole di voto scalare o di tetto massimo.

4. Voto plurimo, voto maggiorato e relazione di controllo

L'emissione di azioni a voto plurimo e l'attribuzione del voto maggiorato determina significativi effetti anche relativamente alle situazioni in cui si deve ritenere esistente una relazione di controllo ex articolo 2359 c.c., ai fini dell'applicazione dei regimi normativi che si applicano in presenza di tale fattispecie¹⁷⁷. Questa disposizione prevede che il rapporto di controllo sussista in relazione alla disponibilità della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria (controllo interno di diritto) oppure alla disponibilità di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria (controllo interno di fatto).

Il rilievo attribuito da tale norma alla disponibilità di diritti di voto comporta in punto di principio che siano rilevanti ai fini della valutazione sulla sussistenza di una relazione di controllo non tanto il numero di azioni quanto il numero dei voti spettanti ad ogni azionista.

Di conseguenza l'esistenza di azioni a voto plurimo o voti maggiorati deve essere considerata nel determinare la sussistenza di rapporti di controllo. Anche in questo caso si dovrà valutare la quantità di voti spettanti a un singolo soggetto rispetto al complesso dei voti esercitabili.

Maggiormente delicata appare la questione della valutazione sulla sussistenza di un rapporto di controllo in presenza di una categoria di azioni in cui il voto plurimo o maggiorato è attribuito solo in relazione ad alcune materie.

Del tema si è occupata la dottrina¹⁷⁸ con riferimento alla possibilità di emettere azioni a voto limitato con riferimento solo ad alcune materie dell'assemblea ordinaria o straordinaria. Tale dottrina ritiene che in presenza di diverse categorie di azioni con voto limitato ad alcune materie di competenza dell'assemblea ordinaria, il "controllo di diritto può dirsi sussistente solo se la maggioranza dei diritti di voto viene ottenuta

¹⁷⁷ Non si affronta in questa sede il tema dei regimi di controllo che fanno riferimento ad una nozione speciale di controllo diversa da quella dell'articolo 2359 c.c.. I ragionamenti svolti nel testo possono però essere applicati a tutte le fattispecie in cui il controllo si sostanzia nella disponibilità di diritti di voto.

¹⁷⁸ Cfr. M. Notari, J. Bertone, Art. 2359, in Commentario Marchetti alla riforma delle società, Milano, 2008, p. 712 ss.

tramite azioni che consentano di votare in tutte le deliberazioni dell'assemblea ordinaria”.

Nel caso in cui questa circostanza non si verifichi il problema va affrontato in termini di configurabilità di un controllo interno di fatto. Il criterio generale in base al quale valutare la sussistenza di un tale rapporto di controllo è quello per cui il soggetto disponga della maggioranza dei voti per la nomina e revoca degli organi sociali¹⁷⁹. Questa linea interpretativa sembra coerente anche con la norma del Tuf che individua la nozione di partecipazione rilevante ai fini dell'OPA obbligatoria secondo cui per partecipazione si intende la quota di titoli che attribuisce diritti di voto nelle delibere assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza¹⁸⁰.

Queste indicazioni possono essere un utile riferimento ai fini dell'individuazione dei rapporti di controllo in presenza di azioni a voto plurimo o di voto maggiorato. In linea di principio si può dire che le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del voto rilevano, ai fini della sussistenza di un rapporto di controllo, solo quando attribuiscano la maggioranza dei diritti di voto relativamente alle deliberazioni dell'assemblea ordinaria inerenti la nomina e la revoca degli amministratori¹⁸¹. Non può mancare di sottolineare che tale suggerimento è di natura puramente tendenziale e deve essere verificato alla luce della situazione concreta che tenga conto del complesso delle norme statutarie relative non solo alle caratteristiche delle azioni a voto plurimo ma anche ai principi di nomina e funzionamento del consiglio di amministrazione.

¹⁷⁹ In realtà la predetta dottrina specifica in modo ancora più puntuale che il controllo di fatto sussiste qualora la società disponga della maggioranza dei voti per la nomina di tutti i componenti del consiglio di amministrazione, della maggioranza assoluta di essi oppure della maggioranza relativa nel caso in cui gli altri amministratori sono riconducibili a soggetti non legati tra loro ciascuno dei quali è in grado di designare un numero di amministratori inferiore al socio di controllo. Non rilevarebbe la mancanza della maggioranza dei voti per le delibere di revoca, determinazione del compenso o responsabilità. Cfr. M. NOTARI J. BERTONE, *Art. 2359*, in *Commentario Marchetti alla riforma delle società*, Milano, 2008, p. 715.

¹⁸⁰ Art. 105, comma 2, del TUF.

¹⁸¹ Così M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio “un’azione un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Riv. Not.* 2014, I, p. 940, che aggiunge però anche la maggioranza dei voti in tema di approvazione del bilancio.

Parte IV – Cenni su altre novità in tema di diritto di voto: clausole di voto massimo e di voto scalare nelle società aperte

L'articolo 2351 c.c., al terzo comma, affermava il divieto per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio di introdurre nello statuto clausole di voto massimo o di voto scalare¹⁸². La scelta del legislatore della riforma di escludere le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio dalla possibilità di introdurre queste clausole era legata alla considerazione che esse potessero rendere non contendibile il controllo delle predette società. Questa scelta era però stata criticata in dottrina poiché precluderebbe alle società quotate l'adozione di meccanismi statutari funzionali all'assunzione della forma di *public company*¹⁸³. Alla luce di ciò, il decreto legge n. 91/2014 riconsidera tale opzione e elimina il divieto di introdurre clausole di voto massimo o di voto scalare per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

In base all'articolo 2351, terzo comma, c.c., gli statuti delle società per azioni possono prevedere, con riferimento alle azioni possedute da un medesimo soggetto, che il diritto di voto sia limitato ad una misura massima o sia scaglionato.

La prima clausola (c.d. clausola di voto massimo) assume la forma di un divieto di esercitare il diritto di voto per le azioni che superano una certa misura di capitale sociale a prescindere dall'entità complessiva di partecipazione del socio. Essa non fissa una misura massima di partecipazioni detenibili (come nel caso delle clausole di possesso massimo) ma interviene sui diritti di voto esercitabili. Nel caso, ad esempio, di un divieto di voto in misura superiore al 5% del capitale sociale, i soci possono esprimere voti fino a tale misura senza poter votare per la quota parte eccedente.

La seconda clausola (c.d. clausola di voto scalare) prevede che il diritto di voto spettante ad un singolo socio sia progressivamente limitato al crescere del numero delle azioni di cui esso sia titolare. Essa può assumere varie configurazioni. Si pensi, ad esempio, ad una clausola di voto scalare semplice (la quale preveda che le azioni che eccedono la soglia del 5% attribuiscono un voto ogni tre), ad una clausola di voto scalare progressivo (la quale preveda che le azioni che eccedono la soglia del 5% attribuiscono un voto ogni tre, quelle eccedenti il 10 % un voto ogni cinque e così via).

¹⁸² Articolo 2351, comma 3, cc.

¹⁸³ V. da ultimo per tutti N. Abriani, Le azioni e gli altri strumenti finanziari, in Trattato di diritto commerciale Cottino, Padova, 2010, p. 319.

Queste clausole possono essere combinate tra loro cumulando tetto massimo e voto scalare e possono riferirsi anche solo a particolari argomenti o assemblee¹⁸⁴.

La versione dell'articolo 2351 finora vigente consentiva l'introduzione delle predette clausole alle sole società per azioni che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. La scelta di questa limitazione soggettiva era fondata sul timore degli effetti antiscalata che potevano derivare dalla presenza di dette clausole negli statuti delle società quotate¹⁸⁵.

Il decreto legge n. 91/2014 riformula il terzo comma dell'articolo 2351 eliminando questa limitazione soggettiva. Conseguentemente è ora possibile prevedere clausole di voto massimo e di voto scalare in tutte le società per azioni, ivi comprese quelle con azioni quotate.

Al riguardo merita sottolineare come, secondo il Consiglio notarile di Milano¹⁸⁶, le clausole di voto massimo e di voto scalare possono riferirsi non solo alla generalità delle azioni ma anche a una o più categorie. Esse potrebbero essere apposte quindi anche ad una categoria di azioni a voto plurimo.

Il Direttore Generale

Micossi

¹⁸⁴ A. Angelillis M. L. Vitali, Art. 2351, in Commentario Marchetti alla riforma delle società, Milano, 2008, p. 444.

¹⁸⁵ Così A. Angelillis M. L. Vitali, Art. 2351, in Commentario Marchetti alla riforma delle società, Milano, 2008, p. 446.

¹⁸⁶ Cfr. Massima n. 136 del 14 maggio 2014.