

Decisioni dei soci

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

di Angelo Busani e Marco Saggiocca

Il legislatore del d.l. 24 giugno 2014, n. 91 ha disposto la cancellazione della norma che sanciva la inderogabilità del tradizionale principio "un'azione, un voto" (*one share one vote*), dando con ciò luogo a una sorta di "mini rivoluzione" nel nostro sistema dei diritti degli azionisti. Dopo aver passato in rassegna il panorama giuridico previgente sul principio di proporzionalità nell'esercizio del voto e aver esaminato le deviazioni - antecedenti all'intervento riformatore del d.l. n. 91/2014 - dalla regola "un'azione, un voto" nell'ambito del nostro sistema, si analizzano le principali questioni inerenti l'introduzione delle azioni a voto plurimo, emettabili dalle sole società "chiuse", e il meccanismo di maggiorazione del voto, previsto per gli emittenti quotati.

Il legislatore del d.l. 24 giugno 2014, n. 91 (il cosiddetto "decreto Competitività"), convertito, con modificazioni, dalla legge 11 agosto 2014, n. 216, ha disposto la cancellazione, dal nostro ordinamento, della norma che sanciva la inderogabilità del tradizionale principio "un'azione, un voto" (*one share one vote*), consacrato nell'art. 2351 c.c. (1), e sostanzialmente sopravvissuto a tutte le revisioni, di piccola o grande portata, cui il diritto societario, dall'entrata in vigore del codice civile del 1942 in avanti, era stato finora sottoposto.

Non è infondato osservare questa nuova legislazione come una sorta di "mini rivoluzione" nel nostro sistema dei diritti degli azionisti, in quanto la pluridecennale perduranza del principio *one share, one vote* nell'ordinamento italiano era concreta testimonianza di come fosse reputato centrale un assetto di rigida correlazione tra il rischio del socio (derivante dall'investimento del suo capitale nel mercato azionario) e il conseguente suo potere (e cioè

il suo "peso" nell'assunzione delle decisioni dei soci).

Scendendo sinteticamente nel dettaglio della normativa in questione, in via introduttiva, e rimandando al prosieguo di questo commento, un maggiore approfondimento, si può intanto osservare come il legislatore dell'estate del 2014 abbia operato su un duplice livello.

Un primo livello di modifiche (recate dai nuovi commi 3 e 4 dell'art. 2351 c.c.) ha riguardato le sole società per azioni cosiddette "chiuse" e si caratterizza per l'abrogazione del divieto di emettere azioni "a voto plurimo" e nella correlata possibilità di dar vita a una nuova categoria di azioni, appunto "a voto plurimo", le quali, quindi, consentono di esprimere un numero di voti maggiore di uno (ma non superiore a tre), e ciò (a seconda della scelta che in tal senso sia fatta nello statuto della società emittente) o nella generalità delle decisioni di competenza dei soci o «anche» solo riguardo a

(1) Il principio *one share, one vote* era codificato nei commi 1 e 3 (ante riforma) e nei commi 1 e 4, post riforma, dell'art. 2351 c.c.: l'espressione «Ogni azione attribuisce il diritto di voto» era contenuta nel comma 1 dell'art. 2351 c.c., ante riforma del 2003 ed è stata riproposta nel comma 1 dell'art. 2351 c.c.

post riforma; l'espressione «Non possono emettersi azioni a voto plurimo» era contenuta nel comma 3 dell'art. 2351 c.c. ante riforma ed è stata riproposta nel comma 4 dell'art. 2351 c.c. post-riforma.

decisioni su «particolari argomenti» oppure a decisioni da adottarsi dai soci subordinatamente «al verificarsi di determinate condizioni non meramente potestative».

Un secondo, e più articolato, livello di modifiche legislative interessa, invece, le società emittenti titoli negoziati su un mercato regolamentato, alle quali:

a) viene consentito di emettere, ai sensi del nuovo art. 2351, comma 3, c.c., azioni “a voto limitato” e “a voto scaglionato” in relazione alla quantità delle azioni possedute da uno stesso soggetto (emissione che, nel previgente comma 3, era invece riservata alle sole società “chiuse” e preclusa a quelle quotate);

b) viene fatto espresso divieto (ai sensi del nuovo art. 127*sexies*, comma 1, Tuf, e salvo limitate eccezioni, di cui oltre) di emettere le azioni “a voto plurimo” (le quali, dunque, restano materia d’elezione soltanto delle società “chiuse” e delle società quotate che avessero emesso tali azioni prima della quotazione); e:

c) viene riservata la possibilità (ai sensi del nuovo articolo 127*quinquies*, Tuf) di prevedere azioni “a voto maggiorato” (sul modello delle cosiddette *loyalty shares* di diritto francese), con un limite massimo di due voti e con riferimento a tutte le azioni che siano di titolarità di uno stesso azionista per un periodo consecutivo indicato nello statuto della società emittente, comunque non inferiore a ventiquattro mesi dall’iscrizione dell’azionista in un apposito elenco (tenuto dall’emittente medesima, secondo una disciplina che essa deve recare nel proprio statuto).

Il sistema previgente al “decreto Competitività”

Il sistema del codice civile del 1942, ante-riforma del diritto societario del 2003, era dunque rigida-

mente improntato su un rigoroso rispetto del principio di proporzionalità tra “potere” del socio e “rischio” da questi assunto con il suo investimento in titoli azionari; in quel contesto, l’espressione “un’azione, un voto” efficacemente riassumeva un modello di attribuzione del diritto di voto fondato sulle seguenti tre basilari regole (2), sintetizzate nelle espressioni “nessun voto senza azioni”, “nessuna azione senza voto” e “una azione, un voto soltanto”, e più precisamente:

a) il voto era inscindibilmente correlato all’azione (come già osservato, il principio «Ogni azione attribuisce il diritto di voto» era sancito, ante riforma, nell’art. 2351, comma 1, c.c.) e, pertanto, non vi era la possibilità di attribuire il voto a soggetti che non avessero la titolarità dei diritti di proprietà, di usufrutto o di pegno sulle azioni (“nessun voto senza azioni”);

b) di regola, le azioni avevano voto in qualsiasi contesto decisionale dei soci; faceva eccezione l’evenienza che alle «azioni privilegiate nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società» fosse attribuito il «diritto di voto soltanto nelle deliberazioni» dell’assemblea straordinaria (ma con il temperamento che tali azioni privilegiate non potessero però eccedere la metà del capitale sociale: art. 2351, comma 2, c.c. ante riforma); quindi, non era possibile privare del tutto i soci del diritto di voto (“nessuna azione senza voto”);

c) non era possibile, infine, emettere azioni “a voto plurimo” (3) (“una azione, un voto soltanto”).

Un primo *vulnus* a questo assetto normativo e al principio “un’azione, un voto” (seppur moderato con la predetta previsione della possibilità di emissione di azioni con voto limitato alle sole deliberazioni dell’assemblea straordinaria) fu rappresentato, ma solo per le società quotate, dall’introduzione, nel 1974, delle “azioni di risparmio”, totalmente prive del diritto di voto (4).

(2) Cfr. G. Ferri Jr., *Finanziamento dell’impresa e partecipazione sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 126; P. Ferro-Luzzi, *Riflessioni sulla riforma*; I. La società per azioni come organizzazione del finanziamento d’impresa, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 687; e B. Libonati, *Corso di diritto commerciale*, Milano, 2009, 267.

(3) In tal senso, testualmente, il predetto art. 2351, comma 3, c.c. ante-riforma.

(4) L’art. 14, d.l. 8 aprile 1974, n. 95, convertito in legge 7 giugno 1974, n. 216, introdusse in Italia le cosiddette “azioni di risparmio”, emettibili dalle sole società quotate, formalizzando con ciò la figura del “socio investitore”, interessato solo al risultato economico dell’investimento, distinta da quella dell’“azionista imprenditore”, interessato anche alla gestione dell’impresa. Successivamente, il Testo Unico della Finanza (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58), all’art. 145, da un lato, ha ribadito che «le società italiane con azioni ordinarie quotate in

mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell’Unione Europea possono emettere azioni prive del diritto di voto, dotate di particolari privilegi di natura patrimoniale» e, dall’altro, ha previsto che lo statuto della società emittente determina «il contenuto del privilegio, le condizioni, i limiti, le modalità e i termini per il suo esercizio» e stabilisce «altresì i diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie odi risparmio», riconoscendo con ciò alla società emittente una ampia autonomia statutaria.

È argomento controverso se le società quotate, oltre ad emettere azioni di risparmio possano, o meno, emettere (e sottoporre a quotazione) anche azioni senza diritto di voto che non attribuiscono alcun vantaggio patrimoniale (come, invece, stabilito, per le azioni di risparmio, dal predetto art. 145 Tuf). La tesi contraria alla emettibilità di queste azioni senza voto è stata sostenuta, ad esempio, da V. Santoro, *Commento all’art.*

Opinioni

Diritto societario

Un nuovo capitolo di questa tematica è poi stato aperto dalla riforma organica delle società di capitali: il legislatore del 2003, nel quadro della globalizzazione dei mercati e della sempre più spinta concorrenza tra gli ordinamenti (dal che il sollecito alla conformazione del nostro sistema societario secondo una connotazione di ampia autonomia statutaria), ha sancito una importante attenuazione del principio *one share one vote*: la riforma ha bensì mantenuto il previgente divieto di emettere azioni "a voto plurimo" (art. 2351, comma 4, c.c. post riforma), ma ha concesso una ampia libertà di introdurre, negli statuti delle s.p.a. (temperata solo dal divieto di emettere azioni a voto "non pieno" in misura superiore alla metà del capitale sociale: art. 2351, comma 2, c.c., post riforma), forti limitazioni alla correlazione tra azione e voto, anche non connesse a vantaggi patrimoniali per il socio diminuito nel voto; e quindi ha spezzato la previgente, quasi assoluta, inscindibilità del binomio tra diritto di voto e proprietà (usufrutto e pegno) di azioni.

In particolare, in primo luogo, il legislatore della riforma del 2003 ha modificato la regola ("nessun voto senza azioni") secondo cui il voto nelle assemblee dei soci poteva essere attribuito solo ai titolari di diritti (di proprietà usufrutto e pegno) su azioni, e cioè consentendo di riconoscere il diritto di voto, seppur solo su specifici argomenti, anche ai soggetti titolari di strumenti finanziari diversi dalle azioni (cfr. art. 2346, comma 6; art. 2349, comma 2; e art. 2351, comma 5; c.c.) (5). In secondo luogo, il legislatore della riforma (seppur continuando a mantenere la regola della limitazione delle azioni con voto "non pieno" a una misura non eccedente la metà del capitale sociale):

a) ha ampiamente derogato al principio "nessuna azione senza voto", avendo esteso (art. 2351, comma 2, c.c.) a tutte le società per azioni (e non più solo a quelle quotate) la facoltà di emettere azioni prive di voto (e senza nemmeno doverle correlare a vantaggi patrimoniali);

b) ha introdotto la possibilità di limitare variamente il voto, ad esempio consentendolo (non in qualsiasi decisione dei soci, ma solo) in relazione a ta-

luni argomenti posti all'ordine del giorno dell'assemblea dei soci; o di subordinare il voto stesso al ricorrere di determinate condizioni, non meramente potestative (art. 2351, comma 2, c.c.);

c) ha consentito (art. 2348, comma 2, c.c.) la possibilità di dar vita a categorie speciali di azioni fornite di diritti diversi sia di "natura amministrativa" (qual è, appunto, il diritto di voto) sia di "natura patrimoniale" (come il diritto agli utili);

d) ha previsto (art. 2351, comma 3, c.c.), in relazione alla quantità delle azioni possedute da uno stesso soggetto, la possibilità di introdurre un sistema di voto "a scalare" o "tetti massimi" al diritto di voto.

La riforma del 2003 ha dunque delineato un sistema nel quale il diritto di voto poteva essere limitato, subordinato a particolari condizioni e finanche totalmente soppresso, ma non poteva mai essere incrementato: la regola "un'azione, un voto" poteva essere derogata in *minus*, ma non consentiva alterazioni in *maius* (6). In definitiva, nonostante il significativo rafforzamento dell'autonomia statutaria con riguardo alla correlazione tra il potere (di voto) del socio e il suo rischio (nell'investimento del suo capitale), permaneva nell'ordinamento l'inderogabilità del principio generale per il quale il potere (di voto), pur essendo attribuibile in misura inferiore al rischio (il capitale investito nell'acquisto di azioni), non doveva invece mai essere superiore al rischio. La libertà di conformare la struttura finanziaria della società per azioni, in altri termini, era particolarmente ampia, ma si arrestava allorché il voto non era sostenuto da un rischio corrispondente (7).

Evidentemente, la scelta del legislatore della riforma di mantenere il divieto di emissione di azioni a voto plurimo si è fondata sulla considerazione che tale divieto era ritenuto lo strumento idoneo a svolgere, nel nostro ordinamento, la funzione specifica di evitare la concentrazione del controllo societario in capo a una sparuta minoranza del capitale (8): in sintesi, mentre con l'emissione (pari al massimo alla metà del capitale sociale) di azioni prive del diritto di voto veniva comunque mantenuta una certa pro-

2351, in Sandulli - Santoro (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, 148; e D. Santosuosso, *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei DD.Lgs. 17 gennaio 2003, nn. 5 e 6*, Milano, 2003, 85; favorevoli sono invece M. Notari, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, 1, Torino, 593; e N. Abriani, *Commento all'art. 2351*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino e al., Bologna, 2004, 321.

(5) Cfr. A. Busani - M. Sagliocca, *I diritti patrimoniali degli in-*

vestitori in strumenti finanziari partecipativi (sfp), in questa *Rivista*, 11, 2012, 1189.

(6) Cfr. M. Bione, *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 673.

(7) Cfr. N. Abriani, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in N. Abriani - S. Ambrosini - O. Cagnasso - P. Montalenti, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, t. 1, Padova, 2010, 303.

(8) Cfr. ancora M. Bione, *Il voto multiplo*, cit., 674; e N. Abriani, *Le azioni e gli altri strumenti*, cit., 304.

porzione tra il potere del socio e la sua dose di rischio, l'introduzione di azioni "a voto plurimo" avrebbe invece consentito di alterare del tutto tale proporzione, potendo permettere a una minoranza, anche assai esigua, di imporsi come gruppo di controllo della società emittente tali azioni.

In altri termini, dato che le azioni senza diritto di voto potevano essere emesse in misura pari al cinquanta per cento del capitale sociale, e ipotizzando una società con un capitale suddiviso in 100 azioni, se ne otteneva il controllo con 26 azioni (se 50 azioni fossero state prive del voto e le altre 50 fossero state dotate del voto), e quindi con appena più di un quarto del capitale sociale. Ebbene, se dunque il sistema tollerava un controllo ottenuto con 26 azioni su 100 emesse (essendo, nell'ipotesi, 50 azioni senza diritto di voto), non veniva invece reputato tollerabile che si potessero emettere anche azioni a voto plurimo, con la conseguenza che, in tal caso, al risultato dell'ottenimento del controllo si sarebbe potuto giungere con un numero di azioni ben inferiore alle predette 26 (ad esempio, ipotizzando che, delle 50 azioni emesse con diritto di voto, 12 azioni avessero avuto il voto triplo, sarebbero bastate – al titolare di quelle 12 azioni – solo altre 2 azioni a voto singolo, per un investimento totale di 14 azioni, per ottenere il controllo della società in questione, e cioè 38 voti su 74 totali). Insomma, nel sistema del diritto societario post-riforma del 2003, la funzione del divieto di voto plurimo (in combinato disposto con la privazione del voto al massimo per la metà del capitale sociale) era fondatamente individuabile nell'esigenza di impedire la cristallizzazione del controllo in capo a una minoranza che detenesse una partecipazione inferiore al quarto del capitale sociale; limite, quest'ultimo, al di sotto del quale non si riteneva trovasse giustificazione l'ottenimento del governo di una società a fronte di un investimento così modesto (9).

L'applicazione della normativa precedente al "decreto Competitività"

A seguito della normativa recata dalla riforma del 2003, la prassi operativa ha pienamente sfruttato la

possibilità, messa a disposizione dal legislatore, di disattivare il nesso tra rischio (dell'investimento) e potere (di voto) e, quindi, tra proprietà e controllo, in tutte quelle ipotesi in cui la fattispecie del caso concreto abbia richiesto di realizzare un assetto di interessi diverso da quello che sarebbe risultato per effetto di una rigida applicazione del principio "un'azione, un voto". In particolare, si è avuto un ampio ricorso, da parte degli emittenti non quotati, a quasi tutti gli strumenti consentiti in tal senso dalla legge e, in particolare a:

a) la creazione di categorie di azioni diverse dalle azioni ordinarie perché dotate (ai sensi dell' art. 2348, comma 2, c.c.) di diritti amministrativi e/o patrimoniali liberamente determinabili dall'autonomia statutaria, e ciò anche con riguardo all'incidenza di dette azioni nella partecipazione alle perdite;

b) l'emissione di azioni con diritto di voto limitato a una misura massima, riferita alla quantità delle azioni possedute da uno stesso soggetto (art. 2351, comma 3, c.c.), e cioè caratterizzate dal fatto di esprimere ognuna un voto fino al raggiungimento di una data soglia, oltre la quale esse perdono la capacità di attribuire il voto al loro titolare;

c) l'emissione di azioni con diritto di voto "scaglionato" (art. 2351, comma 3, c.c.), e cioè connotate da una regola, contenuta nello statuto della società emittente, di incremento del diritto di voto, che esse attribuiscono, in misura meno che proporzionale (o, secondo una tesi (10), anche in misura più che proporzionale) rispetto alla quantità delle azioni possedute da uno stesso soggetto (ad esempio: 10 azioni, 10 voti; 20 azioni, 18 voti; 30 azioni, 24 voti; eccetera);

d) l'emissione di azioni con diritto di voto limitato a "particolari argomenti" o subordinato al verificarsi di determinate "condizioni non meramente potestative" (art. 2351, comma 2, c.c.): in quest'ultimo caso, il voto non è più ancorato all'azione in sé, bensì è correlato a una fattispecie più complessa, rispetto alla quale la qualità di socio è solo uno degli elementi costitutivi, essendo altresì necessario (per potersi esplicare il voto inerente a tali azioni) la messa in votazione di determinati argomenti op-

(9) Cfr. in tal senso B. Massella Ducci Teri, *Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 761; e nota 75.

(10) Cfr. ancora B. Massella Ducci Teri, *Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo*, cit., 76, secondo cui la previsione di scaglionamenti crescenti al diritto di voto, non dando luogo ad una categoria speciale di azioni, non sarebbe rientrato nell'ambito di applicazione del divieto di voto plurimo e quindi, sarebbe risultato pienamente compatibile con l'ordina-

mento. In senso conforme cfr. anche M. Bione, *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, cit., 679; mentre ha negato la validità di queste clausole di scaglionamento crescente del voto G. P. La Sala, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011, 120. Alla luce della rimozione del divieto di emissione di azioni "a voto plurimo", queste clausole di scaglionamento crescente del voto possono ora senz'altro essere osservate sotto una diversa luce.

Opinioni

Diritto societario

pure il realizzarsi dell'evento dedotto in condizione. Le azioni a voto condizionato, in particolare, tendono, di regola, a rendere più omogenea la compagine sociale e a favorire la formazione di un indirizzo imprenditoriale unitario tra i soci; esse cioè assolvono una funzione in parte analoga alle clausole statutarie (come le clausole di gradimento non mero) che limitano la circolazione delle azioni in correlazione a requisiti soggettivi o oggettivi predeterminati nello statuto, i quali sono soprattutto finalizzati a riservare la partecipazione all'attività sociale ai soli soggetti allineati rispetto a determinati predefiniti *standard*;

e) l'emissione (cui, nella prassi professionale, per il vero, è stato fatto ricorso in modo assai infrequente) di azioni "correlate" ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore (art. 2350 c.c.), mutate dall'esperienza statunitense delle *tracking stocks* o *targeted stocks* (esperienza, quest'ultima, che si connota anche per la possibilità di attribuire un diritto di voto multiplo nonché un diritto di liquidazione al verificarsi di determinati presupposti, quali ad esempio il mancato pagamento dei dividendi o la diminuzione della capitalizzazione dell'emittente, ovvero al verificarsi di situazioni il cui accertamento è rimesso alla discrezionalità dell'organo competente); esse sono fornite, appunto, di diritti "correlati" ai risultati dell'attività sociale svolta in un determinato settore e che devono emergere da apposita rendicontazione; benché siano considerate come azioni ordinarie, esse si prestano a una graduazione del diritto di voto, nel senso che la società, nell'esercizio dell'autonomia statutaria, può privare anch'esse di tale diritto oppure può dotarle di voto limitato a particolari argo-

menti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni;

e) l'emissione di "strumenti finanziari" diversi dalle azioni, che possono essere dotati di diritti patrimoniali o partecipativi e pure della possibilità di nomina di un amministratore indipendente, di un sindaco o di un membro del consiglio di sorveglianza (artt. 2346, 2349 e 2351 c.c.) (11).

Venendo, invece, agli emittenti quotati, il ricorso, da parte di tali società, a categorie di azioni estranee alla regola "*un'azione, un voto*" è risultato alquanto circoscritto: da un lato, il divieto di azioni "a voto plurimo" ha impedito l'emissione di azioni dotate di più di un voto (con la conseguenza che, per il rafforzamento del controllo, si è fatto ricorso a strumenti più opachi, come le strutture di gruppo piramidali, che hanno comunque determinato un disallineamento tra diritti di voto e diritti ai flussi di cassa e hanno permesso all'azionista di maggioranza di controllare, di fatto, un numero di diritti di voto più che proporzionale rispetto all'investimento in capitale effettuato da lui stesso) (12) mentre, d'altro lato, le azioni prive del diritto di voto o con diritto di voto limitato (e cioè le azioni "privilegiate" e le azioni "di risparmio") sono venute ad assumere un ruolo assai marginale. L'interesse verso queste categorie di azioni, infatti, si è progressivamente ridotto nel corso del tempo, mentre non è mai emerso un particolare fervore per l'utilizzo (reso possibile dalla riforma del 2003) di strumenti alternativi (come le azioni "correlate", di cui già s'è detto, e le cosiddette "azioni sviluppo") (13). Per il vero, le azioni senza voto erano abbastanza diffuse, tra gli emittenti quotati, agli inizi degli anni '90, ma, nel tempo, il *favor* manifestato dalle

(11) Cfr. A. Busani - M. Saggiocca, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, in questa *Rivista*, 8, 2011, 925.

(12) Cfr. in tal senso S. Alvaro - A. Ciavarella - D. D'Eramo - N. Linciano, *Le deviazioni dal principio un'azione - un voto e le azioni a voto multiplo*, in *Quaderni giuridici della CONSOB*, n. 5 gennaio 2014, 47. In tali strutture piramidali, ogni società, a ciascun livello del gruppo, controlla la società del livello successivo detenendo la maggioranza del suo capitale sociale. In altre parole, nell'ambito di tali sistemi, il principio di proporzionalità viene, invero, rispettato a ciascun livello della catena di controllo (posto che, in ogni caso, le decisioni vengono assunte, a ciascun livello, dal soggetto titolare della maggioranza del capitale sociale), laddove si ha invece una considerevole deviazione da detto principio ove si consideri che, mediante appunto la catena, le decisioni assunte nel livello di controllo più elevato condizionano quelle di ogni sottostante livello, a causa dell'effetto "leva" sulle decisioni da assumersi nelle società "sottostanti" che i gruppi piramidali consentono.

(13) Cfr. A. Busani - A. Chieffi, *Azioni di sviluppo con uno Statuto pensato su misura*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 novembre 2013. Le "azioni sviluppo" sono caratterizzate essenzialmente

dal fatto di: essere prive di diritti di voto; offrire un dividendo maggiore delle azioni ordinarie; essere convertibili in azioni ordinarie in caso di perdita del controllo da parte del soggetto controllante oppure in caso di Opa obbligatoria, per permettere ai titolari di "azioni sviluppo" di partecipare all'Opa alle stesse condizioni degli azionisti ordinari. Si tratta di uno strumento che, da un lato, permette al soggetto che controlla la società emittente di realizzare i propri investimenti senza dover rinunciare al controllo della società, situazione che inevitabilmente deriverebbe dalla diluizione conseguente a un aumento di capitale sociale; e che, d'altro lato, consente al mercato di investire in società con progetti industriali di medio/lungo termine, beneficiando di maggiori dividendi. Le "azioni sviluppo" potrebbero dunque servire a favorire la crescita delle imprese a bassa e media capitalizzazione (soprattutto se si tratta di aziende già quotate) coniugando la raccolta di nuovo capitale di rischio attraverso la Borsa con il mantenimento del ruolo di guida dell'impresa da parte del socio di controllo: esse infatti offrono al mercato uno strumento per investire su piani industriali di un certo respiro temporale, puntando sulle capacità imprenditoriali del socio di controllo e sulla sua permanenza alla guida della società.

imprese nei confronti di questo strumento è andato tuttavia scemando: la riduzione del numero di società quotate emittenti azioni prive del diritto di voto è stata, senz'altro, dovuta anche a operazioni di fusione e *delisting*, ma, soprattutto, è dipesa da operazioni di conversione delle azioni senza voto in azioni ordinarie. E ciò in quanto, anzitutto, in concomitanza con l'entrata dell'Italia nell'Unione monetaria europea e la conseguente riduzione dei tassi di interesse nel mercato finanziario, il costo dell'emissione di azioni di risparmio, legato al privilegio nel dividendo, si è rivelato, per gli emittenti, notevolmente più alto del costo dell'emissione di strumenti di debito. Inoltre, anche l'entrata in vigore del Tuf e della riforma del diritto societario del 2003 hanno indirettamente sospinto le società emittenti a effettuare operazioni di conversione delle azioni di risparmio in circolazione in azioni ordinarie: da un lato, la fissazione dell'obbligo di Opa totalitaria al superamento della quota del trenta per cento del capitale con diritto di voto e, dall'altro, l'innalzamento del *quorum*, per le delibere delle assemblee straordinarie, dalla maggioranza ai due terzi del capitale sociale presente in assemblea, hanno infatti ridotto i rischi derivanti dalla conversione di azioni di risparmio e connessi alla diluizione della quota dell'azionista di controllo, il quale, perciò, nel caso concreto, non ha di certo ostacolato le operazioni di conversione e, anzi, le ha sollecitate (14). Infine, è evidente che le operazioni di conversione delle azioni senza voto in azioni ordinarie sono state realizzate anche per assecondare le preferenze degli investitori istituzionali verso strutture di voto strettamente proporzionali.

La facoltà delle s.p.a. "chiuse" di emettere azioni "a voto plurimo"

Al pari di quanto avviene in diversi Paesi di economia avanzata, il legislatore italiano ha dunque recentemente introdotto, con la legge di conversione del d.l. 91/2014, la facoltà, per le società per azioni "chiuse" (15), di utilizzare le azioni "a voto plurimo": il nuovo quarto comma dell'art. 2351 c.c., dispone infatti che si possono emettere azioni il cui titolare abbia, nelle decisioni dei soci, un numero di voti maggiore di uno, ma non superiore a tre (16), e ciò (a seconda di quanto stabilito caso

per caso in statuto) in qualsiasi contesto assembleare oppure limitatamente alle decisioni che siano da adottarsi da parte dei soci su «particolari argomenti» (ad esempio: la nomina delle cariche sociali o l'approvazione del bilancio) o alle decisioni che siano da adottarsi dai soci subordinatamente «al verificarsi di particolari condizioni» (si pensi, ad esempio, al caso della mancata distribuzione di utili per un certo numero di esercizi consecutivi, alla maturazione di perdite oltre certi limiti, al superamento di un certo numero di soci, eccetera), a patto però che non si tratti di condizioni «meramente potestative» (e cioè non si deve trattare di evenienze rimesse al "mero arbitro" di alcuno: ad esempio, dell'organo amministrativo o di uno o più soci).

Nell'ipotesi in cui all'emissione di azioni a voto plurimo si faccia luogo nella fase di costituzione della società emittente (e lo statuto sia, al riguardo, apprestato), non paiono sorgere problemi particolari, in quanto tutti gli azionisti, in tal caso, esprimono *ab origine* il loro consenso a che alcuni di essi siano titolari di azioni dotate di un maggiore potere di voto rispetto alle altre azioni in circolazione.

Allo stesso modo, non pare porre particolari criticità, sempre nella fase costitutiva della società emittente, l'introduzione nello statuto di una clausola che preveda il futuro utilizzo di azioni a voto plurimo e che programmi (delegandone la decisione all'organo amministrativo, *ex art.* 2443 c.c.), per una fase successiva alla nascita della società, l'aumento di capitale da eseguire appunto mediante l'emissione di una categoria speciale di azioni "a voto plurimo"; tale delega dovrebbe opportunamente dettagliare la futura emissione di azioni "a voto plurimo", ossia dovrebbe definire esattamente l'ammontare (o l'ammontare massimo) dell'aumento di capitale e delle azioni in cui dovrebbe essere suddiviso (e se tutte, o solo alcune di esse, siano dotate di voto plurimo), le modalità e i criteri di determinazione del prezzo di emissione, il numero di voti (maggiore di uno, ma non superiore a tre) derivante da tali azioni speciali, le eventuali modalità di adozione di detta decisione di aumento delegato del capitale sociale nonché la tempistica per l'esercizio della delega da parte dell'organo amministrativo.

(14) Cfr. S. Alvaro - A. Ciavarella - D. D'Eramo - N. Linciano, *Le deviazioni dal principio un'azione-un voto*, cit., 48.

(15) Come già osservato, il voto plurimo è, di regola, escluso nelle società quotate, vietandolo espressamente il nuovo art. 127sexies, comma 1, Tuf.

(16) Non sembrando quindi ammissibili i "decimali" di voto,

non resta che l'alternativa di attribuire alle azioni a voto plurimo o due o tre voti. Peraltro, non sembra da escludere l'eventualità che alla medesima azione possa essere attribuito un voto doppio in certe circostanze e un voto triplo in altre circostanze; e, pure, un voto singolo in altre circostanze ancora.

Opinioni

Diritto societario

In questo caso (e cioè nel caso di azioni “a voto plurimo” emesse in occasione di un aumento di capitale delegato agli amministratori in sede di atto costitutivo della società emittente), al momento della attuazione della delega e, quindi, al momento della decisione dell'organo amministrativo di aumentare il capitale sociale con l'emissione delle azioni “a voto plurimo”, non dovrebbe essere riconosciuto alcun diritto di recesso ai soci che (in forma evidentemente extra assembleare, poiché non vi è alcun consesso assembleare da svolgere in tale evenienza) esprimano un'eventuale opinione di dissenso rispetto a tale decisione di emissione, dato che essi hanno consentito l'emissione di azioni a voto plurimo con la sottoscrizione dell'atto costitutivo della società recante appunto, nel suo statuto, la delega all'emissione di azioni “a voto plurimo”.

Più complesso appare, invece, il caso in cui una società decida di introdurre la clausola, che consente di emettere azioni “a voto plurimo”, mediante una modifica del suo statuto. In questa ipotesi, infatti, occorre che:

a) la società in questione assuma tale deliberazione (17) con le maggioranze prescritte per l'assemblea straordinaria dagli artt. 2368 e 2369 c.c. (e cioè, in prima convocazione, con il voto favorevole di tanti soci che rappresentino più della metà del capitale sociale; e, in seconda convocazione, in presenza del *quorum* costitutivo di oltre 1/3 del capitale sociale, con il *quorum* deliberativo pari, ove non sia raggiunto il voto favorevole di oltre la metà del capitale sociale (18), ad almeno i 2/3 del capitale rappresentato in assemblea) (19). Oc-

corre peraltro rimarcare che, con riferimento alle società per azioni risultanti iscritte nel Registro delle Imprese alla data del 31 agosto 2014, il d.l. 91/2014 ha modificato, a tutela delle minoranze azionarie, l'art. 212 delle disposizioni di attuazione del codice civile, elevando i *quorum* deliberativi delle assemblee straordinarie che siano convocate per l'introduzione della previsione statutaria circa l'emettibilità di azioni “a voto plurimo”: è stato, infatti, disposto che queste società possano adottare le deliberazioni di modifica dei propri statuti, volte all'introduzione della previsione statutaria sulla emettibilità di azioni “a voto plurimo”, con il voto favorevole, anche in prima convocazione (analogamente a quanto disposto dall'art. 2369 c.c. per la seconda convocazione), di almeno i 2/3 del capitale rappresentato in assemblea (e non, quindi, con la sola maggioranza assoluta del capitale sociale), e ciò al fine di impedire che, nelle società preesistenti alla normativa recata dal “decreto Competitività”, le azioni “a voto plurimo” possano essere introdotte, anche in prima convocazione, con un consenso non elevato; in altre parole, le assemblee di queste società iscritte nel Registro delle Imprese alla data del 31 agosto 2014 potranno deliberare di emettere azioni a voto multiplo: in prima convocazione, con un *quorum* costitutivo di oltre la metà del capitale sociale e un *quorum* deliberativo pari almeno ai 2/3 del capitale rappresentato in assemblea; mentre in seconda convocazione, in presenza del *quorum* costitutivo pari ad almeno 1/3 del capitale sociale, occorrerà comunque raggiungere il *quorum* deliberativo dei 2/3 del capitale rappresentato in assem-

(17) Si tratta della deliberazione che modifica lo statuto, introducendo la previsione dell'emettibilità delle azioni “a voto plurimo”; e non della deliberazione (coeva o successiva all'introduzione della modifica statutaria che consente l'emissione di azioni “a voto plurimo”) di aumento del capitale sociale da eseguirsi con emissione delle azioni “a voto plurimo”, la quale resta adottabile con le maggioranze previste, per le deliberazioni dell'assemblea straordinaria, dallo statuto o dalla legge.

Al riguardo della deliberazione di aumento del capitale (da eseguirsi con l'emissione, in tutto o in parte, di azioni con voto plurimo) assunta contestualmente all'introduzione nello statuto della clausola che consente le azioni a voto plurimo, occorre ricordare che, nonostante l'inefficacia di quest'ultima fino al momento della sua iscrizione nel Registro delle Imprese (ai sensi dell'art. 2436, comma 5, c.c.), è pur sempre possibile adottare, prima di detta sua iscrizione, deliberazioni ad essa conseguenti; in tal caso, la conseguente deliberazione di aumento del capitale si considera a sua volta sottoposta «alla medesima condizione di efficacia dell'atto da cui» trae «legittimazione»: Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima n. H.F.2 (*Eseguibilità delle delibere non iscritte - 1a pubbl. 9/04*). Nel medesimo senso, Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 19 - 10 marzo 2004, *Efficacia dell'iscrizione nel registro delle imprese delle modificazioni statutarie*.

(18) Infatti, l'art. 2369, comma 3, c.c., nella parte in cui dispone che l'assemblea straordinaria di seconda convocazione è regolarmente costituita con la partecipazione di oltre un terzo del capitale sociale e delibera con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea, mira a ridurre il *quorum* deliberativo previsto per la prima convocazione e non può in nessun caso portare ad un innalzamento dello stesso; conseguentemente, deve ritenersi comunque sufficiente in seconda convocazione una maggioranza pari ad oltre la metà del capitale sociale, quand'anche essa non raggiungesse i due terzi del capitale presente in assemblea: Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 43 - 19 novembre 2004, *Quorum deliberativo dell'assemblea straordinaria di s.p.a. in seconda convocazione*.

(19) Non pare che sia applicabile il *quorum* deliberativo di seconda convocazione, pari al terzo del capitale sociale, di cui all'art. 2369, comma 5, c.c., in quanto esso occorre quando si tratta di deliberare «l'emissione delle azioni di cui al secondo comma dell'articolo 2351» (che sono le azioni «senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative», mentre quelle in esame sono azioni “a voto plurimo” di cui all'art. 2351, comma 4, c.c.).

blea, non essendo sufficiente (20) conseguire il voto della maggioranza del capitale sociale, dato che tale maggioranza non è da sé sufficiente per deliberare in prima convocazione (21); invece, per le società iscritte nel Registro delle Imprese dal 1° settembre 2014 in avanti, l'introduzione delle azioni "a voto plurimo" sarà più facile, perché si potrà assumere la relativa decisione con i soli quorum prescritti dal codice civile o dallo statuto per le deliberazioni dell'assemblea straordinaria;

b) sia concesso ai soci, che non abbiano concorso alla deliberazione di modifica statutaria finalizzata a introdurre l'emettibilità di azioni "a voto plurimo", di recedere dalla società in relazione a tutte le, o solo a una parte delle, azioni di loro titolarità (e cioè, ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g) c.c., il quale infatti consente il recesso per il caso di deliberazioni che importino «modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto e di partecipazione»); come noto, il principio maggioritario (per effetto del quale il volere della minoranza viene sottomesso a quello della maggioranza), valevole, post riforma del 2003, anche per introdurre modifiche statutarie incidenti sui diritti di voto e di partecipazione dei singoli soci, trova un contrappeso nel diritto del socio non consenziente a dette modifiche a farsi liquidare, in tutto o in parte, le sue azioni e, in tal modo, ad annullare (o a ridurre) il suo profilo di rischio connesso all'investimento effettuato nel capitale della società in questione.

Per il vero, nel caso dell'introduzione in statuto della previsione di futura emettibilità di azioni a voto plurimo, gli equilibri tra gli attuali soci non verrebbero alterati, in quanto ne verrebbe unicamente programmato il cambiamento, il quale, in effetti, deriverà, in concreto, soltanto con la "effettiva" emissione delle azioni "a voto plurimo", in esecuzione di un aumento di capitale a tal fine deliberato; e, pertanto (facendo riferimento al caso che questa modifica statutaria sia introdotta non in contestualità con una deliberazione di aumento del capitale sociale), si potrebbe pensare, per un attimo, a un diritto di recesso che maturi non al momento in cui lo statuto sia modificato con l'introduzione della possibilità di emettere azioni "a voto

plurimo", ma al momento in cui sia in effetti deciso un aumento di capitale da eseguirsi con l'emissione di dette azioni; tuttavia, se lo statuto (anche se pare improbabile) venga modificato anteriormente alla (e a prescindere dalla) assunzione della deliberazione dell'aumento di capitale da eseguire con emissione di azioni "a voto plurimo", non sembra possibile non comprendere tale evento appunto tra quelli annoverati dal predetto art. 2437, comma 1, lett. g) c.c., come «modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto e di partecipazione» dai quali consegue inevitabilmente il diritto di recesso del socio non consenziente.

Ove poi si faccia in effetti luogo (contestualmente o successivamente alla introduzione nello statuto della possibilità di emissione di azioni "a voto plurimo") alla deliberazione di aumento del capitale sociale da eseguirsi con emissione di azioni "a voto plurimo", evidentemente nessun problema si pone se queste nuove azioni "a voto plurimo" siano offerte in opzione a tutti gli azionisti, poiché, in tal caso, si manterrebbe inalterato il potere decisionale dei singoli soci; ciò che peraltro evidenzia come non appaia facilmente individuabile l'incentivo e l'interesse che vi sarebbero per l'effettuazione di un'operazione del genere, poiché, se tutti i soci esercitassero la loro opzione, l'entità della loro quota di voto appunto non cambierebbe.

Senz'altro più interessante è, dunque, il punto se questa emissione di azioni "a voto plurimo" possa, o meno, essere effettuata limitando o escludendo il diritto di opzione degli attuali soci (e volutamente qui tralasciando il tema – che, a prima vista, non appare di poco momento – di quanto il voto plurimo connesso alle azioni emittende possa incidere sulla determinazione del loro prezzo di emissione): la risposta pare dover essere positiva, ovviamente qualora, ai sensi dell'art. 2441, comma 5, c.c., l'assemblea dei soci ravvisi che l'interesse della società in effetti «esige» una tale soluzione e qualora, altrettanto ovviamente, detta deliberazione sia adottata con il *quorum* occorrente per le decisioni dell'assemblea straordinaria con le quali si approvano le modifiche statutarie (ma, per le società iscritte nel Registro delle Imprese alla data del 31 agosto

(20) Come invece sarebbe (ai sensi della predetta Massima n. 43 dei notai milanesi) se, per deliberare in prima convocazione, non fosse stato introdotto il *quorum* pari ad almeno i 2/3 del capitale presente in assemblea.

(21) Dato il 70 per cento del capitale presente in prima convocazione, il voto favorevole (ad esempio) del 52% per cento del capitale sociale integra sia il *quorum* richiesto dall'art. 2368 c.c. (la maggioranza del capitale sociale) sia il *quorum* ri-

chiesto dall'art. 212 disp. att. c.c. (i 2/3 del capitale presente in assemblea); dato invece il 90 per cento del capitale presente in prima convocazione, il voto favorevole del 52% per cento del capitale sociale integra bensì il *quorum* richiesto dall'art. 2368 c.c. (la maggioranza del capitale sociale) ma non il *quorum* richiesto dall'art. 212 disp. att. c.c. (i 2/3 del capitale presente in assemblea, e cioè il 60 per cento).

Opinioni

Diritto societario

2014, anche con il voto favorevole, in qualsiasi convocazione, dei due terzi del capitale presente in assemblea, ai sensi del nuovo art. 212 disp. att. c.c.).

Ancor più interessante è, infine, la questione se, con una deliberazione di assemblea straordinaria (e con la maggioranza occorrente, secondo la legge o lo statuto, per le deliberazioni di modifica statutaria) si possano convertire le azioni ordinarie, attualmente in circolazione, in azioni “a voto plurimo”, una volta che la suddivisibilità del capitale sociale (anche) in azioni “a voto plurimo” sia stata abilitata con apposita clausola statutaria, introdotta con il voto di almeno i due terzi del capitale sociale presente all’assemblea nella quale è stato deliberato l’inserimento di detta clausola. Non c’è dubbio che tale obiettivo possa essere raggiunto ove i soci siano unanimi sul punto di convertire tutte le azioni emesse o di parte di esse; e nemmeno dovrebbe esservi dubbio che, con il voto favorevole (peraltro improbabile) dei soci di maggioranza, possa essere decisa la conversione in azioni “a voto plurimo” di tutte le azioni ordinarie dei soci di minoranza o di parte di esse (i quali, salvo l’esercizio del diritto di recesso, non dovrebbero di certo lamentarsene o, addirittura, non potrebbero lamentarsene, non parendo sussistere profili di illegittimità in questa fattispecie). Resta, infine, il tema se i soci di maggioranza possano votare anche (o solo) la conversione delle loro azioni ordinarie in azioni “a voto plurimo”: in questo caso, l’obiettivo non appare però raggiungibile perché, se anche non si configura un voto in conflitto di interessi (in quanto il conflitto che determina l’annullabilità della deliberazione, *ex art. 2391 c.c.*, è quello tra socio e società – che qui pare essere difficilmente intravedibile – e non quello tra socio e socio), anche se non vi è il presupposto per il diniego all’operazione da parte di un’assemblea di categoria (in quanto i soci di minoranza, essendo proprietari di azioni ordinarie, non compongono una categoria di azionisti titolare, *ex art. 2376 c.c.*, del potere di bloccare delibere dell’assemblea generale pregiudizievoli dei loro diritti) e anche se si potrebbe affermare che, a tutela della minoranza non consenziente, sarebbe comunque apprestato il diritto di recesso (*ex art. 2347, comma 1, lett. g), c.c.*), pare di non essere in errore ove si qualifichi questa evenienza come un caso di disparità di trattamento tra i soci e, quindi, un caso di grave ed evidente abuso della maggioranza ai danni della minoranza, il che palesemente minerebbe di illegittimità la deliberazione che fosse assunta in tal senso.

Dal quadro appena delineato, dovrebbe quindi desumersi, ragionando in termini concreti, che la regola statutaria abilitante l’emissione di azioni “a voto plurimo” potrebbe senz’altro essere un elemento caratterizzante la fase di costituzione di nuove società per azioni, mentre, per le società già esistenti, è ipotizzabile che tale regola sarà più frequente negli statuti delle imprese ad azionariato ristretto, dove è verosimile ipotizzare che i *quorum* deliberativi occorrenti possano essere raggiunti senza difficoltà e che i fenomeni di recesso abbiano un impatto finanziario modesto o nullo.

Osservando poi la materia delle azioni “a voto plurimo” nella prospettiva dei soci di minoranza, vi è da valutare, anzitutto, se l’introduzione del voto plurimo nella società per azioni abbia impatto, o meno, sulla possibilità di esercizio dei diritti che la legge attribuisce ai soci che siano titolari di una certa quota di capitale sociale: il diritto di chiedere la convocazione dell’assemblea, *ex art. 2367, comma 1, c.c.*; il diritto di ottenere il rinvio dell’assemblea stessa, *ex art. 2374 c.c.*; il diritto di impugnare le deliberazioni assembleari invalide, *ex art. 2377, comma 3, c.c.*; il diritto di intraprendere l’azione sociale di responsabilità contro gli amministratori, *ex art. 2393bis c.c.*; il diritto di chiedere che il collegio sindacale indaghi su fatti ritenuti censurabili, *ex art. 2408, comma 2, c.c.*; il diritto di denuncia al Tribunale, *ex art. 2409 c.c.* Ebbene, nel silenzio della legge, l’introduzione del voto plurimo non dovrebbe avere alcun effetto sui predetti diritti che il codice civile attribuisce ai soci di minoranza, poiché tali diritti sono invero connessi alla titolarità di una determinata percentuale del capitale sociale e non alla titolarità di azioni da cui derivi una determinata percentuale dei diritti di voto.

Quanto invece all’influenza che le azioni “a voto plurimo” dispiegano sui *quorum*, costitutivi e deliberativi delle assemblee dei soci, occorre probabilmente concludere che detti *quorum* dovrebbero essere tarati non sul capitale a prescindere dal voto, ma sul capitale in quanto (e come) dotato del diritto di voto (infatti, se il voto plurimo non “pesasse” sui *quorum*, perderebbe ogni sua rilevanza): in altri termini, in una società di 100 azioni, di cui 20 dotate di voto doppio, il 51 per cento si raggiunge (non più con 51 azioni, come sarebbe se non ci fossero azioni “a voto plurimo”, ma) con 20 azioni a voto doppio e 21 azioni ordinarie, e cioè con 61 voti su 120 voti totali. Un indizio normativo in tal senso è offerto dal nuovo art. 127 *quinquies*, comma 8, Tuf (in tema di azioni “a voto maggiorato” nelle società quotate) ove il legislatore stesso si è premu-

rato di chiarire come «la maggiorazione del diritto di voto si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale»: invero, non si vedrebbe perché questa disciplina non dovrebbe identicamente applicarsi anche alla analoga materia del voto plurimo nelle società “chiuse”.

Tornando alla posizione dei soci di minoranza al cospetto della futura introduzione delle azioni “a voto plurimo”, occorre infine osservare che il legislatore del “decreto Competitività” mostra di non aver voluto (o di non aver pensato di) correlare all'emettibilità delle azioni “a voto plurimo” un assetto normativo a tutela di detti azionisti di minoranza (22), ad esempio prevedendo:

- a) un limite all'utilizzo del voto plurimo in (tutte o alcune di) quelle materie per le quali la legge richieda maggioranze qualificate;
- b) la conversione automatica delle azioni “a voto plurimo” in azioni ordinarie, al venir meno (che sarebbe ipotizzabile di far certificare in modo indipendente) delle ragioni che ne abbiano giustificato l'emissione (ad esempio, il mancato raggiungimento di determinate *performances* economiche);
- c) la necessaria competenza dell'assemblea (senza quindi poterne delegare la decisione all'organo amministrativo) per le deliberazioni di aumento del capitale sociale con emissione di azioni “a voto plurimo”;
- d) il corredo della delibera di aumento del capitale mediante emissione delle azioni “a voto plurimo” con taluno degli strumenti di garanzia apprestati dall'art. 2441 c.c. per il caso di aumento del capitale sociale con limitazione o esclusione del diritto di opzione (come una relazione dell'organo amministrativo sull'interesse sociale all'emissione delle azioni “a voto plurimo”; e un parere dell'organo di controllo sulla congruità del prezzo di emissione);
- e) un sistema di *whitewash*, e cioè la subordinazione dell'approvazione della delibera di aumento di capitale sociale, con emissione di azioni “a voto plurimo”, al fatto che non sia espresso il voto contrario da parte di una data quota del capitale sociale (ad esempio: un quinto del capitale sociale, e cioè la quota di “voto negativo” che, ai sensi dell'art. dall'art. 2393, comma 6, c.c., impedisce la rinuncia all'esercizio dell'azione di responsabilità nei con-

fronti degli amministratori). Con una regola di questo tipo, il consenso della minoranza qualificata invero assumerebbe la natura di una sorta di “autorizzazione”, conferendo maggior probabilità a ricapitalizzazioni potenzialmente efficienti, nell'ipotesi in cui i soci non abbiano risorse per sottoscrivere un aumento di capitale, e ciò specialmente in ipotesi di crisi d'impresa oppure quando si prospetti la necessità o l'opportunità di finanziare nuovi progetti d'investimento.

L'emissione di azioni “a voto maggiorato” da parte delle società quotate

Con riferimento alle società emittenti azioni quotate su un mercato regolamentato, il legislatore del d.l. 91/2014 ha compiuto scelte assai diverse rispetto alla soluzione, riguardante le sole società “chiuse”, di rimuovere il divieto di emissione di azioni “a voto plurimo”. Infatti:

- a) è stata espressamente vietata, per le società già ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati, l'emissione di azioni “a voto plurimo” (nuovo art. 127*sexies*, comma 1, Tuf; pertanto, sotto questo aspetto, le società quotate restano nel medesimo regime di divieto di emissione di azioni “a voto plurimo” che vigeva per qualsiasi società anteriormente al “decreto Competitività”);
- b) viene peraltro consentito alle società che abbiano emesso azioni “a voto plurimo” prima della ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato di conservare tale categoria di azioni anche post quotazione (art. 127*sexies*, comma 2, Tuf; si tornerà più avanti su questo aspetto);
- c) viene estesa (per effetto della combinazione tra il nuovo art. 2351, comma 3, c.c., e l'art. 2325*bis*, c.c.) anche alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (le quali, precedentemente, avevano una preclusione in tal senso), la possibilità di emettere azioni con diritto di voto limitato a una misura massima o con diritto di voto scaglionato, in relazione alla quantità delle azioni possedute da uno stesso soggetto;
- d) è stata introdotta (nuovo articolo 127*quinquies*, Tuf), per le sole società quotate, la possibilità (subordinata peraltro all'emanazione di un regolamento Consob) di prevedere, nel proprio statuto (23), la

(22) Cfr. sul punto S. Alvaro - A. Ciavarella - D. D'Eramo - N. Linciano, *Le deviazioni dal principio un'azione-un voto*, cit. 62-63.

(23) In deroga ai *quorum* costitutivi e deliberativi previsti dal codice civile, è stato disposto un regime di favore per l'introduzione, negli statuti delle società quotate, di questo nuovo re-

gime delle azioni “a voto maggiorato”. Infatti, le deliberazioni di modifica dello statuto (con le quali sia introdotto il voto maggiorato), che siano votate entro il 31 gennaio 2015 (data peraltro che appare assai stretta per apprestare la convocazione di una società quotata) da società quotate che fossero iscritte nel Registro delle Imprese al momento di entrata in vi-

Opinioni

Diritto societario

maggiorazione del voto (ma con un limite massimo di due voti: non essendo nemmeno qui ipotizzabili i “decimali” di voto, si tratta quindi, in sostanza, di una duplicazione del voto) a beneficio degli azionisti “di lungo corso”, e cioè con riferimento a tutte le azioni (di qui l’espressione “azioni a voto maggiorato”) di cui uno stesso azionista sia titolare per un periodo consecutivo indicato nello statuto, non inferiore a ventiquattro mesi dall’iscrizione di un apposito elenco (la cui tenuta deve essere disciplinata dallo statuto della società emittente) (24).

Questo meccanismo della maggiorazione del voto, previsto, dal nuovo art. 127*quinquies*, Tuf, per gli emittenti quotati, persegue finalità notevolmente diverse rispetto all’obiettivo che il legislatore ha correlato alle azioni “a voto plurimo” emettibili dalle società “chiuse” (25); se infatti, in quest’ultimo caso, lo scopo del legislatore è stato essenzialmente quello di ampliare la gamma di strumenti utilizzabili per permettere alle imprese di raccogliere nuove risorse nel mercato dei capitali e, dunque, per incentivare gli investimenti azionari e, di conseguenza, la crescita del sistema economico nel suo

complesso, le azioni “a voto maggiorato”, invece, sono pensate come strumento per stimolare il mantenimento di investimenti azionari a lungo termine (al fine di favorire la stabilità degli indirizzi di gestione dell’impresa) e, dunque, la presenza di azionisti durevoli, non orientati al cosiddetto *short-termism* e dotati (appunto mediante il voto maggiorato) di un più effettivo potere di *monitoring*, e ciò anche allo scopo indiretto di ridurre la volatilità dei corsi azionari e di favorire pertanto un più efficiente processo di formazione dei prezzi nei listini. Si tratta, insomma, di un intervento legislativo supportato dalla medesima filosofia che ha già caratterizzato la recente introduzione, sempre per le società quotate, della possibilità (che, peraltro, finora non ha avuto alcun successo) di prevedere la maggiorazione del dividendo, e cioè quel meccanismo premiale della fedeltà dell’azionista (introdotto nell’art. 127*quater*, Tuf, dal d.lgs. n. 27/2010) che questi ottiene al ricorrere di determinate circostanze legate alla persona dell’azionista stesso, tra cui, in particolare, la continuativa titolarità delle azioni per almeno un anno (26).

gore della legge di conversione del d.l. 91/2014, potranno essere assunte, anche in prima convocazione, con il voto favorevole della maggioranza del capitale presente in assemblea, quando invece, per introdurre modifiche statutarie, è (di regola) necessario, in prima convocazione, il voto favorevole dei soci che rappresentino più della metà del capitale sociale e, in seconda convocazione (in presenza del *quorum* costitutivo pari a oltre 1/3 del capitale sociale), il voto favorevole di oltre la metà del capitale sociale, oppure, in mancanza, il voto favorevole di almeno i 2/3 del capitale presente in assemblea. Ancora, in ragione del fatto che le azioni “a voto maggiorato” non costituiscono una categoria speciale di azioni, e analogamente alla disciplina del dividendo maggiorato di cui all’art. 127*quater*, Tuf, il legislatore del “decreto Competitività” ha previsto che la delibera di modifica statutaria per l’introduzione del voto maggiorato non comporti il diritto di recesso dei soci non consenzienti.

(24) Si tratterà pertanto di gestire la disciplina della trasparenza sulle date di acquisizione e cessione di partecipazioni rilevanti e proprio su questo tema dovrà disporre il regolamento attuativo della Consob. Come evidenziato da S. Alvaro - A. Ciavarella - D. D’Eramo - N. Linciano, *Le deviazioni dal principio un’azione-un voto*, cit., 61, si potrebbe prevedere, come avviene in Francia, che l’informativa aggiornata sulla struttura del capitale e sui diritti di voto sia comunicata al mercato mensilmente attraverso il sito internet della società (oltre che nella relazione annuale), con relativa comunicazione all’Autorità di controllo in caso di superamento di soglie rilevanti. Secondo questi Autori, proprio l’esperienza francese delle *loyalty shares* ha mostrato la necessità di disciplinare le modalità di assegnazione di nuove azioni in caso di aumento di capitale in opzione ai portatori di azioni a “voto doppio” (ad esempio, in Francia si prevede che anche le nuove azioni abbiano un voto doppio) e di evitare una eccessiva concentrazione di diritti di voto in capo a pochi soggetti (per cui si potrebbe prevedere, sempre come avviene in Francia, la facoltà di introduzione di clausole statutarie che pongano un tetto ai diritti di voto esercitabili in assemblea laddove sia previsto il voto doppio).

(25) Cfr. B. Massella Ducci Teri, *Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo*, cit., 765.

(26) L’importanza di favorire un approccio di lungo periodo all’investimento azionario e, quindi, di un maggior coinvolgimento degli investitori nella *governance* delle imprese era stato affrontato nel Piano d’Azione della Commissione Europea per la modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario del 2012. Il Piano d’Azione, infatti, aveva evidenziato l’opportunità di incentivare gli azionisti a investimenti di lungo periodo, anche attraverso l’utilizzo di azioni a voto multiplo, sulla falsariga di quanto già previsto in alcune giurisdizioni come quella francese. Più in particolare, il ragionamento della Commissione, contenuto nel precedente Libro verde sul quadro dell’Unione Europea in materia di governo societario del 2011, ha preso le mosse dalla constatazione del fatto che se “il quadro in materia di governo societario si basa sul presupposto che gli azionisti si impegnino attivamente nella società e obblighino i dirigenti a rendere conto del loro operato”, in verità, la realtà rivela che “gli azionisti hanno, in maggioranza, un atteggiamento passivo e che spesso sono interessati solo a profitti a breve termine”. Nel Libro verde del 2011, la Commissione Europea aveva dunque riesaminato il ruolo rivestito dagli azionisti sotto molteplici punti di vista, nell’ottica di un suo eventuale potenziamento, dell’implementazione di strumenti volti a stimolarne l’attenzione verso risultati d’impresa di lungo termine, dell’introduzione di meccanismi che consentano agli emittenti di conoscere meglio l’identità dei propri soci, nonché della cooperazione tra gli azionisti. La Commissione, pur manifestando consapevolezza del fatto che non tutti gli investitori debbano necessariamente scegliere di impegnarsi attivamente nelle società in cui hanno investito (potendo legittimamente prediligere un modello di investimento orientato al breve termine senza un impegno attivo), ha ritenuto comunque che l’impegno attivo degli investitori a lungo termine può produrre effetti positivi sul governo delle società. Cfr. in tal senso S. Alvaro - A. Ciavarella - D. D’Eramo - N. Linciano, *Le deviazioni dal principio un’azione-un voto*, cit., 60.

Da un punto di vista più tecnico, occorre sottolineare che le *loyalty shares* “italiane” (a differenza delle azioni “a voto plurimo”, le quali, in effetti, vanno a comporre una speciale categoria di azioni) non rappresentano una nuova categoria di azioni (come d'altronde viene espressamente stabilito dall'articolo 127**quinquies**, comma 5, Tuf). La previsione della maggiorazione del voto è, invero, una clausola statutaria che modifica (in *melius*, per i soci aventi diritto) la regola di attribuzione del diritto di voto, altrimenti spettante in base al criterio proporzionale correlato al numero delle azioni di cui un dato soggetto sia titolare. La maggiorazione del diritto di voto, in altri termini, è connessa non all'azione in sé, bensì alla “persona” dell'azionista (e quindi spetta – con parità di trattamento – a tutti gli azionisti che la “meritano”, e non solo a quelli titolari di “certe” azioni) (27), e ciò in funzione del tempo per il quale ciascuna azione è stata nella sfera di titolarità dell'azionista stesso; ciò che vale anche ad affermare che le azioni “a voto maggiorato” non impattano con il divieto (per le società quotate) di emissione di azioni “a voto plurimo”, in quanto appunto non si tratta (come le azioni “a voto plurimo”) di titoli speciali, ma di un beneficio che al titolare delle azioni ordinarie deriva dalla sua protratta permanenza nel capitale sociale. Ne è poi conseguente dimostrazione la previsione (art. 127**quinquies**, comma 3, Tuf) del venir meno del beneficio del voto maggiorato in caso di cessione a titolo oneroso o gratuito delle azioni il cui titolare avesse appunto beneficiato del voto maggiorato. Nell'introdurre le azioni “a voto maggiorato”, il legislatore ha inoltre contestualmente dettato una serie di consequenziali accorgimenti. In primo luogo, sono stati previsti alcuni correttivi alla disciplina dell'Opa, al fine di tenere conto della possibilità di un superamento della soglia del 30 per cento attraverso il meccanismo del raddoppio dei voti, proprio delle azioni “a voto maggiorato”. Infatti, in un contesto, come quello italiano, dove vige la disciplina dell'Opa obbligatoria successiva, il rischio di un uso opportunistico dello strumento in questione, al fine di rafforzare le posizioni di azionisti dominanti, è stato neutralizzato disponendo l'obbligo dell'Opa totalitaria in caso di superamento della soglia del 30 per cento anche laddove tale superamento non avvenga attraverso nuovi acquisti di ti-

toli, ma solo per effetto della maggiorazione del voto.

Inoltre, il “decreto Competitività” ha inteso coordinare la regola della neutralizzazione prevista dall'art. 104**bis**, Tuf, con la disciplina delle azioni “a voto maggiorato”, al fine di introdurre regole di sterilizzazione dei voti multipli in caso di Opa: al riguardo, gli statuti degli emittenti potranno prevedere (cosiddetto *opt-in* statutario) che i diritti di voto assegnati in base ad azioni “a voto maggiorato” non vengano computati nelle assemblee convocate per deliberare tecniche di difesa, in pendenza di offerte pubbliche di acquisto, nonché in alcune specifiche assemblee successive all'acquisizione di almeno il 75 per cento del capitale da parte dell'offerente.

La permanenza delle azioni “a voto plurimo” post quotazione

Come già accennato, il nuovo art. 127**sexies**, commi 2 e 3, Tuf, prevede che le azioni a voto plurimo, emesse da una società anteriormente all'inizio della sua negoziazione in un mercato regolamentato, «mantengono le loro caratteristiche e diritti». In tal caso è disposto che:

- a) lo statuto della società in questione non può prevedere ulteriori maggiorazioni del diritto di voto a favore di singole categorie di azioni, e ciò nemmeno ai sensi dell'articolo 127**quinquies**, Tuf;
- b) a meno che lo statuto non disponga diversamente, al fine di mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni, le società che hanno emesso azioni “a voto plurimo” (oppure le società risultanti dalla fusione o dalla scissione di tali società) possono procedere all'emissione di azioni “a voto plurimo” con le medesime caratteristiche e diritti di quelle già emesse limitatamente nel caso di: (i) aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 del codice civile ovvero mediante nuovi conferimenti senza esclusione o limitazione del diritto d'opzione; (ii) fusione o scissione.

È chiaro come questa permanenza, post quotazione, delle azioni “a voto plurimo” emesse ante quotazione rappresenti un formidabile vantaggio per chi ne sia titolare: non solo perché le azioni “a voto plurimo” non sarebbero emettibili post quotazione; non solo perché le azioni “a voto plurimo” sono svincolate dal periodo di possesso minimo di ventiquattro mesi che deve necessariamente ricorrere per conse-

(27) Peraltro, non pare implausibile pensare che il voto maggiorato sia attribuito dallo statuto non alla generalità degli azionisti, ma solo ai titolari di alcune categorie di azioni (ovviamen-

te dotate del diritto di voto); oppure che il voto maggiorato sia esprimibile non sempre, ma solo in certi contesti decisionali.

Opinioni

Diritto societario

guire la duplicazione del voto, ove lo statuto permetta la maggiorazione del voto conseguente al possesso prolungato delle azioni; ma anche perché le azioni “a voto plurimo” possono attribuire fino a tre voti, mentre dalle azioni a voto maggiorato conseguono solo due voti.

Se questa situazione, da un lato, può essere commentata con la considerazione che il legislatore probabilmente non se l'è sentita di confezionare una norma che spegnesse, per il solo effetto della quotazione, il beneficio del voto plurimo acquisito ante quotazione (il che avrebbe senz'altro avuto il sapore di una non ammissibile espropriazione di diritti acquisiti), d'altro lato è difficile non avere l'impressione che tra le pieghe della normativa in questione si annidi una possibile “operazione maliziosa” del legislatore. E cioè l'operazione di aver, da un lato, vietato l'introduzione del

voto plurimo nelle società quotate (ammettendo solo il premio della maggiorazione del voto connesso alla fedeltà azionaria) ma, d'altro lato, di averlo consentito tutte le volte che il voto plurimo sia già stato istituito ante quotazione: ciò che non appare di certo anomalo se l'introduzione del voto plurimo sia stata fisiologicamente effettuata per disciplinare le decisioni dei soci nel corso della esistenza della medesima società “chiusa”, ma che avrebbe evidenti spunti di anomalia se l'introduzione del voto plurimo in una società “chiusa” sia organizzata “ad arte”, e cioè solo in vista della sua quotazione, e quindi per essere servente al mantenimento del potere decisionale dei soci beneficiati dal voto plurimo anche post quotazione, e cioè in un contesto nel quale, per principio, il voto plurimo invero non sarebbe introducibile *ex novo*

LIBRI

Disponibile anche in E-BOOK



Collana: Commentari

ATTI SOCIETARI-Formulario commentato con CD-Rom

IV edizione

a cura di Guido Bonfante, Lorenzo De Angelis, Vincenzo Salafia

La quarta edizione del Formulario ha ricompreso nella trattazione la disciplina delle **start up innovative**.

L'Opera contiene **600 formule** di modelli e atti maggiormente utilizzati nella pratica di tutti gli istituti trattati.

La giurisprudenza è, completamente, aggiornata e il formulario è allineato alle novità normative più recenti: L. 27 dicembre 2013-“Legge stabilità 2014”.

Ogni formula è corredata da:

- **norma codicistica** di riferimento;
- **inquadramento funzionale d'autore** che analizza i risvolti pratici della disciplina, dando conto anche degli orientamenti notarili e fornendo suggerimenti e indicazioni per la predisposizione dell'atto
- **giurisprudenza** più significativa, di legittimità e di merito, articolata in voci di facile consultazione.

Nella sezione “**Da non dimenticare**” so-

no trattati gli aspetti più importanti da tenere presente nella redazione dell'atto, sotto il profilo sostanziale, formale e procedurale.

Il CD-ROM contiene tutte le formule adattabili al caso specifico.

Ipsa 2014, pagg. 3136

Prezzo: € 165,00

Codice: 148856

ISBN: 978-88-217-4626-0

Per informazioni e acquisti

- **On line:** www.shopwki.it
- **Servizio Informazioni Commerciali**
(tel. 02.82476794 – fax 02.82476403)
- **Agente di zona**
- **Librerie professionali**