



UNIVERSITÀ
DI SIENA
1240

DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA
CORSO DI DOTTORATO IN SCIENZE GIURIDICHE

VOTO PLURIMO E VOTO MAGGIORATO.
Dual class share statunitense ed europea a confronto.

Tesi di dottorato di
Vittoria Fronterre
XXXIII ciclo

Tutor
Prof. Vittorio Santoro

Anno accademico 2019/20

Sommario

Introduzione.....	5
Capitolo I.....	9
Le origini del dibattito in Italia ed all'estero circa la legittimità dell'emissione di azioni privilegiate nel diritto di voto.....	9
1. Ricostruzione storica.....	9
2. Il voto privilegiato quale soluzione al conflitto tra capitalisti/finanziatori e imprenditori/gestori: Francia.....	12
3. La soluzione tedesca.....	16
4. Altri Paesi.....	17
5. Il voto plurimo in Italia: casistica.....	18
6. La legittimità delle azioni a voto plurimo nel nostro ordinamento agli inizi dello scorso secolo: l'interpretazione dell'articolo 157 del codice del Commercio del 1882.....	22
7. L'interpretazione dell'art. 164 del Codice del Commercio del 1882.....	24
8. Conclusioni della dottrina circa il combinato disposto dall'articolo 157 e dall'articolo 164 del Codice del Commercio del 1882.....	26
9. L'apporto della giurisprudenza al dibattito.....	29
10. Azioni privilegiate nel voto con modiche statutarie.....	30
11. Il voto plurimo nelle varie forme di società.....	31
12. Considerazioni economiche.....	33
13. I progetti di riforma in Italia.....	34
14. Il Codice Civile del 1942.....	37
Capitolo II.....	41
1. Primi allontanamenti del mercato statunitense dal principio <i>one - share one-vote</i>	41
2. L'incremento dell'uso della <i>dual class structure</i> negli anni '80.....	44
3. La <i>rule 19C-4</i>	46
4. Gli eventi successivi alla formulazione della <i>rule 19C-4</i>	48
5. L'evoluzione delle <i>dual class shares</i> in Canada.....	50
6. I vantaggi dell'uso di una <i>dual class shares structure</i>	54
7. Gli svantaggi dell'uso di una <i>dual class shares structure</i> : A) alcune premesse necessarie.....	56
8. Segue: B) l'allontanamento dalla <i>corporate democracy</i>	58
9. Segue: C) l'argomento delle possibili lesioni ai diritti degli <i>shareholders e del conflitto di interessi</i>	60
10. Gli effetti dell'uso di una <i>dual class structure</i>	62
11. L'evoluzione delle azioni a voto "multiplo" nel diritto europeo.....	64

12. La situazione attuale all'interno dei diversi ordinamenti: paesi con minori restrizioni.....	67
13. La situazione attuale all'interno dei diversi ordinamenti: paesi con maggiori restrizioni.....	69
14. La situazione attuale all'interno dei diversi ordinamenti: paesi che vietano il ricorso alla <i>dual class structure</i> per le società quotate nei mercati regolamentati..	72
15. Un caso particolare: il voto doppio in Francia.	74
16. Il sistema tedesco.	75
17. <i>Dual class IPOs</i> delle società cinesi sui mercati statunitensi.....	76
Capitolo III.....	79
L'abbandono del principio "un'azione un voto": l'introduzione delle azioni a voto plurimo e delle azioni a voto maggiorato in Italia.	79
1. Le azioni di risparmio.	79
2. Segue: l'assemblea speciale.....	82
3. Il superamento del principio un'azione un voto: il caso Fiat-Chrysler.	84
4. La riforma del 2014: azioni a voto plurimo.	86
5. Azioni a voto plurimo: analisi della disciplina.....	90
6. Il voto maggiorato.....	91
7. Profili problematici delle azioni a voto multiplo: invalidità delle delibere assembleari.	93
8. Segue: determinazione dei <i>quorum</i> deliberativi.....	95
9. Le ricadute della riforma sulla disciplina dell'OPA.	97
10. Le ricadute della riforma sulla disciplina delle operazioni straordinarie.....	98
11. Azioni a voto plurimo e diritto di recesso.....	102
12. Voto plurimo e società cooperative.	104
13. Critiche alla riforma.....	107
14. Le modifiche al Regolamento emittenti: breve sintesi.	108
15. Il Decreto Rilancio e la prospettata modifica mai attuata.	111
Conclusioni.....	113
Bibliografia.....	115
Altri documenti in ordine cronologico.....	128

Introduzione

Il D.L. 91/2014, poi convertito con L. 116/2014, ha modificato il sistema di norme in materia societaria, consentendo, da una parte, la creazione di azioni con voto plurimo, *ex art. 2351 c.c.*, e, dall'altra, l'attribuzione di un voto maggiorato alle azioni emesse dalle società quotate, *ex art. 127 quinquies T.U.F.*

Il legislatore si è mosso, quindi, su due binari paralleli ma, mentre le azioni a voto plurimo costituiscono una vera e propria categoria di azioni, la maggiorazione del voto costituisce un attributo del soggetto possessore del titolo e, in caso di alienazione a titolo oneroso o gratuito, non si trasmette all'acquirente. L'intento del legislatore, dunque, è stato chiaramente quello di ampliare la gamma degli strumenti utilizzabili per raccogliere nuovi capitali per favorire la crescita e lo sviluppo economico del mercato mobiliare attraverso la quotazione di nuove imprese. La riforma consente, quindi, di consolidare la posizione del socio fondatore nelle società non quotate e di incentivare gli investimenti di lungo termine nelle società quotate.

Attraverso queste modifiche si è aperta la strada alla creazione di società aventi una struttura di *dual class*, tipicamente diffusa oltreoceano, specie nelle società operanti nel settore dei *media* e della *new economy* (si pensi a Facebook, Google, Groupon) ove si assiste alla compresenza di due classi azionarie: da una parte la categoria delle azioni ordinarie quotate sul mercato regolamentato e dall'altra la categoria delle azioni a voto plurimo non quotate e di titolarità dei soci fondatori.

La creazione di un siffatto meccanismo comporta l'abbandono del principio, tipicamente europeo, del *one share, one vote*, secondo cui un soggetto può partecipare all'assemblea dei soci solo ove abbia il possesso di almeno un'azione e chi interviene nell'assemblea ha tanti voti quante sono le azioni per cui è legittimato a votare. In Europa il quadro è oramai abbastanza variegato ed i singoli ordinamenti, pur non escludendo il ricorso a tale principio, lo utilizzano spesso come norma di *default*, cioè come una norma suppletiva che operi laddove l'autonomia privata non si sia esplicitamente espressa sul punto. Ad ogni modo, l'ordinamento italiano è l'unico in Europa a vietare l'emissione di azioni a voto plurimo per le società quotate e ciò ha fornito stimolo per alcune riflessioni, oltre che per nuove spinte riformiste della disciplina adesso in vigore.

Non deve quindi stupire che, in un siffatto quadro, la riforma del nostro ordinamento sia intervenuta proprio dopo la migrazione del più grande gruppo automobilistico italiano verso i Paesi Bassi. Attraverso una fusione transfrontaliera, infatti, appena prima della riforma è stata costituita la società olandese Fiat Chrysler Automobiles N.V., nella quale il gruppo di controllo è costituito da soci titolari di azioni con voto maggiorato.

La creazione di azioni con voto plurimo e azioni con voto maggiorato influisce inevitabilmente sulla *governance* della società e pone in una posizione di particolare difficoltà i soci di minoranza. Consolidare il controllo e la gestione della società nelle mani dei soci di maggioranza (che nella maggior parte dei casi ne sono i fondatori) apparentemente ha come diretta conseguenza una gestione ottimale della stessa, in quanto gli stessi sono anche i soggetti che rischiano le perdite maggiori. Se già in questo quadro è configurabile un rischio per i soci di minoranza, i cui interessi potrebbero comunque essere sacrificati in vista di maggiori guadagni per chi gestisce la società, nel caso in cui siano presenti diverse categorie di azioni, differenziate quanto all'attribuzione del voto, la situazione risulta ancor più complessa, poiché viene alterato il rapporto normalmente esistente tra rischio e potere di gestione.

Premesso ciò, ulteriore elemento di criticità è rappresentato dalla necessità di creare un contesto chiaro e trasparente nel mercato europeo per quanto riguarda i problemi giuridici da risolvere nel caso di offerte pubbliche di acquisto e prevenire distorsioni nei processi di ristrutturazione societaria a livello comunitario causate da diversità arbitrarie nelle culture di regolamentazione e di gestione.

Il mio lavoro, quindi, si propone di esporre e valutare l'evoluzione del dibattito dottrinale in Italia, sia prima che dopo la riforma del 2014, e di valutare l'efficienza delle norme adottate nel nostro ordinamento al fine di renderlo attrattivo, in particolare, per gli investitori ma anche al fine di tutelare gli azionisti di minoranza contro gli abusi dei gruppi di controllo detentori di azioni a voto multiplo.

Al fine di fornire un quadro quanto più completo possibile, la tesi effettuerà una comparazione con l'evoluzione legislativa degli altri Paesi europei e degli USA. Infatti, la globalizzazione e la libera concorrenza rendono necessario un confronto sui mercati tra società di nazionalità differenti, che, specie se di grandi dimensioni, scelgono di assoggettarsi ad un ordinamento piuttosto che ad un altro per poter essere più competitive:

in un sistema in cui è necessario effettuare ciclicamente nuovi investimenti per l'innovazione (si pensi, ad esempio, ai capitali da investire nella ricerca tecnologica necessaria per rendere più ecologici i processi di produzione o per la computerizzazione ed il controllo da remoto), lo strumento delle azioni a voto multiplo costituisce un importante mezzo per smobilizzare i capitali necessari al reinvestimento.

Al fine di dare un quadro, il più completo possibile, della situazione dei mercati europei ed internazionali circa le azioni a voto plurimo, è stato necessario, innanzitutto, effettuare un'analisi della più risalente legislazione e dottrina sia continentale che statunitense. L'analisi di quest'ultima, infatti, riveste un'importanza fondamentale al fine di poter trarre delle conclusioni circa i possibili futuri scenari cui il nostro Paese potrebbe andare incontro. In seguito alle evoluzioni dei mercati ed all'avvento dell'Unione Europea, si è cercato di dar conto dell'influenza che essa ha avuto sui mercati dei singoli Stati membri. Nell'ultima parte del lavoro si darà conto delle modifiche apportate nel nostro Paese con la riforma del 2014.

Capitolo I

Le origini del dibattito in Italia ed all'estero circa la legittimità dell'emissione di azioni privilegiate nel diritto di voto.

SOMMARIO: 1. Ricostruzione storica – 2. Il voto privilegiato quale soluzione al conflitto tra capitalisti/finanziatori e imprenditori/gestori: Francia. – 3. La soluzione tedesca – 4. Altri Paesi – 5. Il voto plurimo in Italia: casistica. – 6. La legalità delle azioni a voto plurimo nel nostro ordinamento agli inizi dello scorso secolo: l'interpretazione dell'articolo 157 del Codice del Commercio del 1882 – 7. L'interpretazione dell'articolo 164 del Codice di commercio del 1882. – 8. Conclusioni della dottrina circa il combinato disposto dall'articolo 157 e dall'articolo 164 del Codice del Commercio del 1882. – 9. L'apporto della giurisprudenza al dibattito. – 10 Azioni privilegiate nel voto in occasione delle modifiche statutarie. – 11. Il voto plurimo nelle varie forme di società. – 12. Considerazioni economiche. – 13. I progetti di riforma in Italia. – 14. Il Codice civile del 1942.

1. Ricostruzione storica.

Dopo la fine della Prima guerra mondiale, a un iniziale momento di blocco del commercio, è seguita una ripresa dell'industria e delle attività finanziarie; sono sorte società nuove che si sostituivano alle imprese già esistenti. In questo quadro spiccavano finanziatori celebri cui gli investitori rimettevano i loro averi e la loro fiducia; tecnici o finanziari costituivano il vero stato maggiore economico della nazione¹.

In tale quadro economico, si riscontrano le prime decisioni giurisprudenziale: ad es. della Corte d'appello di Milano del 1925 affermava che “nelle società per azioni, in applicazione delle disposizioni dell'art. 164 cod. comm., possono essere create azioni con diseguale diritto di voto. Deve tuttavia l'autorità giudiziaria, in sede di omologazione degli

¹ SCIALOJA A., *Il voto plurimo nelle società per azioni*, in *Foro It.*, I, p. 757..

atti sociali, verificare, caso per caso, che le modalità del privilegio del voto non siano tali da urtare contro i principi direttivi inderogabili dell'ordinamento della società”².

Questa pronuncia sopraggiunge in un momento storico e giuridico nel quale si contrapponevano gli interessi della libera concorrenza alle “preoccupazioni legate ad un aumento vertiginoso nel numero e soprattutto nelle proporzioni di quel mirabile strumento di attività economica che sono le società anonime; un accentuarsi ed inasprirsi della concorrenza commerciale nazionale ed internazionale; una lotta alimentata da mezzi sempre più potenti pel predominio bancario; un riprendere insidioso o violento da parte di egemonia industriali o finanziarie straniere dei tentativi di sottomettere o schiacciare le più promettenti iniziative industriali dei paesi più poveri, ma che vogliono finalmente affermarsi come liberi concorrenti nel mercato mondiale”³.

In un siffatto quadro storico, dunque, si è resa evidente la separazione, nell'attività economica, dell'elemento tecnico da quello capitalista: l'imprenditore che possedeva i requisiti indispensabili all'uomo d'affari, ossia accortezza, abilità e preveggenza, non aveva a disposizione i capitali necessari per esplicare tali facoltà, dovendo, dunque, rivolgersi al capitalista, era, quindi, costretto ad iniziare un gioco di rivalità con quest'ultimo nella gestione dell'impresa.⁴ Sicché sin da quel momento sono emersi conflitti tra soggetti che avevano le capacità di gestire un'attività di impresa, che, quindi, volevano detenere il controllo, e i soggetti che avevano effettuato degli investimenti, che miravano ad ottenere un potere decisionale all'interno dell'impresa proporzionale al proprio investimento.

Tali prime considerazioni rendono agevole comprendere come la società anonima abbia avuto un grande successo; essa portava con sé vantaggi maggiori rispetto alla società in nome collettivo e alla società in accomandita, allora piuttosto diffuse. Tutti i tipi di società appena nominati sono sorti con l'idea che più persone si associassero, mettendo in comune il loro capitale, per compiere determinate attività, cui sono inadeguate le forze individuali⁵; è solo, però, con l'avvento della società anonima che si è realizzato il massimo grado di impersonalità, quando il patrimonio sociale ha acquistato

² Corte d'Appello di Milano, 11 agosto 1925, in *Riv. dir. Comm.*, 1925, II, p. 488; vedi anche Cass., 15 luglio 1926, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II, p. 373 ss.

³ SCIALOJA A., *op. cit.*, p. 4..

⁴ ELENA N., “*Le azioni con voto plurimo o con voto altrimenti privilegiato nelle Società Commerciali Italiane*”, Torino, 1927, p. 2.

⁵ VIDARI E., *Le Società e le Associazioni Commerciali*”, Hoepli, 1889, n. 407, p. 4.

una piena autonomia, poiché tramite il contratto di società prende vita una nuova persona che continua la propria attività anche qualora non siano più presenti i medesimi soggetti che l'avevano inizialmente costituita⁶. La volontà sociale si formava, ed invero ancora adesso si forma, col concorso dei soci, ma è diversa dalla somma delle volontà espresse dai singoli soci. In quanto volontà sociale è per i soci vincolante, e volta a perseguire il proprio scopo appoggiandosi al volere non del singolo ma della maggioranza; mentre le azioni, nella loro più o meno libera circolazione, garantiscono la libertà patrimoniale dei soci⁷.

Non si poteva, però, disconoscere l'esistenza di diritti spettanti al socio in quanto tale e non sottoposti alla volontà dell'assemblea; tra di essi si riconosceva certamente il diritto di voto in assemblea, stabilito all'articolo 164 del codice del commercio del 1882, attraverso il quale il singolo socio poteva cooperare alla formazione della volontà sociale⁸. Nel caso della società anonima, dunque, la sua volontà indipendente ha quale presupposto, sin dalla sua nascita, l'esistenza di soci che fossero in grado di esprimerla attraverso il diritto di voto, il quale consente di formare la volontà collettiva attraverso il sistema della maggioranza; la volontà collettiva, però, all'interno della società stessa è sempre stata il risultato di una lotta fra più indirizzi dell'assemblea, che alla fine deve conformarsi all'indirizzo di uno o più soci piuttosto che di altri.

In tale contesto, dunque, era stato osservato come chi avesse una speciale competenza tecnica e finanziaria non poteva certo rassegnarsi a vedere le proprie idee soverchiate “dalla forza numerica di una maggioranza spesso pavida e incosciente”, mentre chi apportava i propri capitali ad una società anonima non poneva più la fiducia sull'*intuitus personae* che ha determinato la volontà di porre in essere insieme l'attività sociale⁹; era necessario, dunque, trovare un nuovo strumento che permettesse un'affermazione nuova dell'autorità dei soci più capaci entro la società anonima, così che i soggetti competenti potessero dirigerla mentre, invece, i soggetti interessati unicamente alla gestione dei propri risparmi e, quindi, all'apporto di capitali a fini meramente speculativi, potessero rimettere ai primi la gestione della società senza incorrere, però,

⁶ VIVANTE C., *Trattato di diritto commerciale*, Milano, 1923, II, p. 293.

⁷ RAVA' R., *Il voto plurimo nelle società per azioni*, Zanichelli, 1929.

⁸ VIGHI A., *Diritti individuali degli azionisti*, Parma, 1902, p. 13 ss.

⁹ FRE' G., *Le azioni a voto plurimo*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1925, I, p. 121 ss.

nel rischio che l'organo amministrativo agisse in modo totalmente dannoso nei confronti dei loro investimenti.

2. Il voto privilegiato quale soluzione al conflitto tra capitalisti/finanziatori e imprenditori/gestori: Francia.

All'interno dei diversi ordinamenti europei sono nati vari istituti, invero non esenti da critiche, al fine di bilanciare i contrapposti interessi dei finanziatori e degli imprenditori, quali, ad esempio, disposizioni volte a limitare la facoltà di trasmissione delle azioni¹⁰ o la creazione di azioni privilegiate¹¹ che danno diritto a sottoscrivere le nuove azioni in un'eventuale fase di aumento di capitale.

Indubbiamente lo strumento più apprezzato, specie in Germania ed in Francia, era costituito dalle azioni a voto privilegiato, ossia quelle azioni che determinavano un rapporto proporzionale fra l'influenza esercitabile all'interno dell'impresa e il capitale versato, così da rendere stabile la gestione dell'impresa stessa, rendendo più complesso, se non addirittura impossibile, un qualsiasi tentativo di scalata.

Le azioni a voto privilegiato, infatti, come pensate in quegli ordinamenti, servivano anzitutto alle banche che volessero mantenere il controllo delle società finanziate; in Germania, ad esempio, era stato costituito dalle quattro più grandi banche tedesche la *Bank für Aktiengesellschaft*, quale istituto di gestione delle azioni a voto multiplo detenute dalle stesse¹². D'altro canto, però, potevano essere utili nel gestire rapporti tra società, in particolare tra società che oggi definiremmo quali costituenti un gruppo, ossia tra la controllante e le controllate, facendo sì che la prima potesse mantenere

¹⁰ La creazione di tale istituto è stata invero aspramente criticata nella dottrina francese da MOLIERAC M.J., *Sur le droit à la disponibilité des actions*, in "Revue des Sociétés", Parigi, 1925, p. 441, che rivendicava un diritto alla disponibilità assoluta delle azioni. Per contro, la Corte di Cassazione francese ha ritenuto valida una clausola statutaria per cui l'assemblea straordinaria non poteva deliberare su certe modificazioni dello statuto senza che vi fosse il consenso di un apposito comitato degli azionisti.

¹¹ RAVA' R., *op. cit.*, p. 13; "Le azioni a voto plurimo, sono anche dette azioni a voto multiplo o a voto privilegiato in confronto delle altre dette ordinarie o comuni la terminologia viene resa anche più spedita indicando le prime col nome di azioni A e di azioni B le seconde; si deve tenere presente, per evitare confusioni, che negli statuti di società che conferiscono speciali diritti patrimoniali alle azioni ordinarie, troviamo spesso indicate col nome di azioni A queste ultime e di azioni B quelle a voto multiplo.

¹² ANTONELLI V., "Les actiones a voix multiples dans les sociétés anonymes en France" in *Revue des Sociétés*, Parigi, 1922, p. 85.

il controllo sulle seconde a prescindere dai mutamenti della titolarità delle altre partecipazioni¹³.

Non meno importante, le azioni a voto privilegiato consentivano, specie in quel periodo storico, un rifinanziamento delle società in dissesto laddove, in seguito all'apporto di nuovo capitale, i nuovi soci avrebbero potuto ricoprire una posizione privilegiata non solo quanto alla ripartizione degli utili, ma anche quanto al diritto di voto ad essi spettante nelle assemblee, assicurandosi che la nuova finanza non fosse adoperata dagli stessi soggetti che avevano condotto l'impresa verso la crisi. Nel primo dopoguerra, inoltre, la presenza di azioni a voto privilegiato ha permesso di scongiurare che finanziatori stranieri decidessero di investire in società di paesi a moneta deprezzata¹⁴. In Italia, ad esempio, questo era accaduto con la S.n.i.a. Viscosa, che, in occasione di un aumento di capitale, aveva emesso 200.000 azioni con 10 voti, nominative e trasferibili solo a cittadini italiani, consentendo in tal modo la difesa della nazionalità della società¹⁵.

In Francia, benché azioni a voto plurimo siano apparse già prima delle leggi sulle azioni privilegiate del 1902 e 1903, il primo esempio riportato in dottrina è quello relativo alla *Société Centrale des Banques de Province* del 1911¹⁶, seppure solo nel primo dopoguerra il fenomeno assunse maggior diffusione. Nella Repubblica francese, infatti, azioni a voto plurimo potevano essere emesse sia al momento della costituzione della società che al momento di un eventuale aumento di capitale “se gli statuti non vietano in modo diretto ed espresso la creazione di azioni di preferenza”¹⁷. Inoltre, in un siffatto ordinamento, le azioni a voto plurimo esplicavano la loro massima efficacia nelle assemblee ordinarie, dalle quali, in base alla legge allora vigente, potevano essere esclusi

¹³ MAZEAUD H., *Le vote privilégié dans les sociétés des capitaux*, Parigi, 1924.

¹⁴ ANTONELLI V., *op. cit.*

¹⁵ ELENA N., *op. cit.*, p. 4; invero Mazeaud, nell'opera precedentemente citata, riporta il caso della *Cooperative d'approvisionnement, transports et credit*, quale esempio di società in cui la presenza di azioni a voto privilegiato ha favorito la perdita di nazionalità della società stessa, poiché esse sono state acquistate da finanziatori inglesi ed americani.

¹⁶ Sul punto, THALLER E., *Des divers emplois possibles d'action priorité*, in *Journal de sociétés*, 1912, p. 394, ha espresso parere favorevole all'emissione di azioni con voto plurimo da parte di tale società; un gruppo di banchieri, avendo apportato alla società la loro esperienza, oltre che il loro capitale, si attribuirono azioni con voto privilegiato, ossia 10 voti per ciascuna azione, al fine di mantenere il controllo della stessa, anche dopo che le restanti azioni ordinarie furono offerte in pubblica sottoscrizione; vedi SCIALOJA A., *op. cit.* p. 9.

¹⁷ Vedi Loi 16 novembre 1903; la corrente dottrinale maggioritaria dell'epoca appare favorevole alla creazione di azioni a voto plurimo: SOLUS H., “*Les actions a droit de vote privilégié*”, in *Revue des sociétés*, Parigi, 1922, p. 317; DOLBEAU M., “*Rapport a la Societe d'etudes legislatives*”, in *Recueil juridique des sociétés*, 1925, p. 1929; SCIALOJA A., *op. cit.*, p. 25.

i soci che non possedevano un certo numero di azioni, mentre nelle assemblee straordinarie la questione diventava assai ardua. Il paragrafo 2 dell'articolo 31 della Legge del 22 novembre 1923, infatti, stabiliva che ciascun azionista “*peut prendre part aux délibérations avec un nombre de voix égal aux actions qu'il possède sans limitation*”, dunque, per le assemblee il cui ordine del giorno fosse stato la modifica dello statuto di una società per azioni, le azioni con voto privilegiato perdevano ogni loro speciale efficacia¹⁸. Peraltro, tale norma non si applicava alle società costituite anteriormente alla legge del 1913, nelle quali il voto privilegiato poteva adottarsi anche nelle assemblee straordinarie. L'emissione di azioni privilegiate, comunque, nelle società anonime era sottoposta ad una particolare disciplina di approvazione, specie laddove esse fossero state emesse in occasione di un aumento di capitale; in tale ipotesi, infatti, era necessaria l'approvazione di un'assemblea speciale¹⁹. Nelle società in accomandita, invece la questione perdeva di importanza, poiché nelle assemblee straordinarie era necessaria l'approvazione di tutti i soci accomandatari.

Si pensi che in quegli anni in Francia erano numerose le società che avevano adottato il voto plurimo: alcuni autori hanno parlato già di 115 società, riferendosi tra l'altro solo a quelle che avevano emesso azioni per pubblica sottoscrizione²⁰. Il 18% delle società costituite nel secondo semestre del 1920 in Francia aveva adottato il voto privilegiato.

Emblematico è stato il caso della *Société des chemin de fer du Maroc*, in cui azioni a voto plurimo furono assegnate ad enti di sicura nazionalità francese, mentre le azioni ordinarie erano state offerte in pubblica sottoscrizione. Ancor più famoso il caso della

¹⁸ Loi 22 novembre 1923, disponeva che: “nonostante qualsiasi clausola c'ntaria dell'atto di società, nelle assemblee generali che devono deliberare sulle modificazioni dello statuto, ogni azionista, qualunque sia il numero delle sue azioni, può partecipare alle deliberazioni, con un numero di voti eguale alle azioni che possiede, senza limitazione”; sul punto, però, AMIAUD A., *Les actions a droit de vote inegal*, Parigi, 1922, p. 32 ss., offre differente interpretazione della norma appena citata, sostenendo che essa esclude la riduzione dei voti ma non il voto plurimo; seppur avendo sottolineato la questione, non si pronuncia circa la più corretta interpretazione il DOLBEAU M., *op. cit.*

¹⁹ L'art. 34 del Codice del Commercio, infatti, prevedeva che, in occasione dell'aumento o riduzione di capitale, fosse convocata un'assemblea speciale laddove non tutti gli azionisti potessero partecipare all'aumento di capitale;

²⁰ SCIALOJA A., *op. cit.*, p. 26; DANOS J., *Les Actions a vote plural*, Parigi, 1922, p. 16; MAZEAUD H., *op. cit.*, p. 32 ss.; seppure in quel periodo in Francia l'emissione di azioni per pubblica sottoscrizione fosse un procedimento assai diffuso, esso ovviamente non era l'unico che portava alla sottoscrizione di azioni.

Société française de navigation rhénane, in cui le azioni a voto plurimo sono state assegnate solo ai gruppi graditi al governo²¹.

Proprio la particolare diffusione di questo strumento ha indotto numerosi giuristi francesi dell'epoca ad interessarsi e a occuparsi di una possibile regolamentazione della fattispecie in esame. Il primo tentativo in questo senso fu rappresentato dal Progetto Lesaché²², che prevedeva il divieto di emissione delle azioni a voto plurimo, salvo il caso in cui essa fosse autorizzata con un Decreto del Ministro del Commercio, tenuto a valutare l'esistenza di un qualsivoglia interesse nazionale, in ciò manifestando nuovamente quanto fosse importante per l'economia del Paese mantenere la nazionalità delle proprie imprese.

Il successivo Progetto Danos²³ non poneva alcun limite alle azioni a voto plurimo nelle assemblee ordinarie, mentre ne escludeva l'esercizio nelle assemblee costitutive. Il Progetto Laurent²⁴ prevedeva, invece, che il numero dei voti attribuiti alle azioni privilegiate non fosse superiore a dieci volte il numero dei voti attribuiti a quelle ordinarie; il numero dei voti aggiuntivi attribuiti alle azioni privilegiate non poteva essere superiore al terzo dei voti corrispondenti alla totalità del capitale sociale, ove i restanti due terzi fossero costituiti dai voti attribuiti alle azioni ordinarie e quelli appartenenti alle azioni privilegiate senza contare quelli supplementari attribuiti ad esse²⁵. Il privilegio era, inoltre, limitato nel tempo, poiché si estingueva in caso di cessione ad azionista non dotato del privilegio e, comunque, dopo un termine massimo di venticinque anni; passato tale periodo, infatti, la situazione poteva essere ragionevolmente mutata e, quindi, potevano non ricorrere più le circostanze che ne avevano determinato l'adozione²⁶. Tale proposta iniziale, però non è stata esente da critiche, specie in quanto stimolava l'attribuzione alle azioni privilegiate di un esiguo capitale che, allo stesso tempo, disponeva di un gran numero di voti²⁷.

²¹ MAZEAUD H., *op. cit.*, p. 63; SCIALOJA A., *op. cit.*, p. 14.

²² SCIALOJA A., *op. cit.*, p. 38; ELENA N., *op. cit.*, pp. 167ss.

²³ SCIALOJA A., *op. cit.*; ELENA N., *op. cit.*, pp. 167

²⁴ SCIALOJA A., *op. cit.*

²⁵ ELENA N., *op. cit.*, p. 160.

²⁶ Tale limitazione temporale è stata criticata da quasi tutta la dottrina francese fin qui citata, posto che essa, data la lunga durata che normalmente era prevista per le società anonime, poteva frustrare l'interesse che aveva spinto ad inserire tale previsione sin dalla costituzione della società, specie in tutte quelle ipotesi in cui vi era uno scopo nazionalistico.

²⁷ AMIAUD A., *op. cit.*, p. 65.

Sembrò, allora, meglio strutturata sotto questo profilo la Proposta del Mir²⁸, la quale prevedeva che il numero di voti attribuibili alle azioni privilegiate non potesse essere più di tre volte superiore a quelli attribuiti alle azioni ordinarie, seppur ad esse fosse stata ritenuta preferibile la Proposta Amiaud, per cui a ogni azione privilegiata sarebbero stati attribuibili un numero triplo di voti di quelli previsti per le azioni ordinarie. Mazeaud e altri studiosi, favorevoli alle ragioni dei gruppi di controllo ritennero tale proposta troppo rigida²⁹, proprio perchè, se, da una parte, realizzava la garanzia di una corretta gestione dell'impresa ad opera dei privilegiati, dall'altra, consentiva loro "solo" l'attribuzione al massimo di tre voti.

Mazeaud, a sua volta, propose che il capitale privilegiato potesse disporre fino alla metà dei voti e dovesse rappresentare almeno un quarto del capitale sociale, così che più voti si davano ad ogni azione privilegiata e più bisognava aumentare la frazione di capitale sociale costituita da capitale privilegiato³⁰.

3. La soluzione tedesca.

In Germania, invece, la possibilità di emettere azioni a voto plurimo era già riconosciuta dal codice del commercio del 1897³¹, tanto che una legge del 1922³² le ha sottoposte ad una speciale tassazione³³.

Il par. 252 del HGB del 1862, così come modificato nel 1897, ha destato inizialmente un ampio dibattito in dottrina; alcuni giuristi tedeschi, infatti, avevano sostenuto che dal dettato della norma in oggetto discendesse l'impossibilità di attribuire più voti ad alcune azioni, salvo che ne esistessero diverse categorie³⁴, sottolineando che una categoria di azioni, *ex par.* 185 del Codice di Commercio, era tale laddove determinava una differente ripartizione degli utili. La diatriba si risolse con la legge

²⁸ SCIALOJA A., *op. cit.*, p. 30.

²⁹ SCIALOJA A., *op. cit.*, pp. 30ss.

³⁰ SCIALOJA A., *op. cit.*, p. 30; ELENA N., *op. cit.*, p. 160ss.

³¹ L'articolo 252 del codice del commercio del 1897 stabiliva che: "Se varie categorie di azioni sono st'ate emesse, l'atto costitutivo può accordare un numero di voti maggiore alle azioni di una categoria in confronto di quelle di un'altra categoria":

³² Legge fiscale dell'8 aprile 1922.

³³ ANTONELLI V., *op. cit.* p. 85; DANOS, *op. cit.*, p. 158; AMIAUD A., *op. cit.*, p. 74.

³⁴ FRANK-FAHLE G., "Die Stimmrechtsaktie", Berlino, 1923, p. 38; SCIALOJA A., *op. cit.*, p. 26; ELENA N., *op. cit.*, p. 14.

fiscale dell'8 aprile 1922 sopra citata³⁵, che, sottoponendo le azioni a voto plurimo ad una speciale tassazione, implicitamente le legittimò.

L'emissione di azioni con voto privilegiato era possibile, secondo la dottrina del tempo in tre ipotesi: *i)* al momento della costituzione della società; *ii)* durante la vita della società, aggiungendole alle azioni già esistenti, purchè il privilegio venisse attribuito a tutte; *iii)* alle azioni di nuova emissione. Quanto, invece, alle ipotesi in cui tale voto privilegiato potesse essere espresso, alcuni autori hanno escluso l'uso del privilegio nelle assemblee straordinarie³⁶; altri addirittura hanno ritenuto che il voto privilegiato fosse escluso in tutti i casi in cui il codice riconoscesse particolari diritti alle minoranze azionarie³⁷.

I privilegi concessi, però, non erano irrevocabili, ma, anzi, costituivano dei diritti speciali che, come tali, potevano essere concessi ad un gruppo di azionisti e, allo stesso modo, potevano essere revocati, come previsto nel par. 275 dell'HGB³⁸.

Gli uomini d'affari tedeschi (più che i giuristi) hanno utilizzato l'argomento della tutela delle società "tedesche" nei confronti di un *accaparramento* straniero per giustificare il ricorso all'uso del voto plurimo, laddove, invece, tale sistema è stato piuttosto utilizzato per assicurare il dominio dei soci fondatori, oltre che il controllo delle banche sulle società che le stesse finanziavano³⁹.

4. Altri Paesi.

In Inghilterra, invece, le azioni privilegiate erano particolarmente diffuse; anzi, in tale Paese erano utilizzate anche per tenere alcune società sotto il controllo dello Stato: l'esempio è quello della *Steamship Company Ltd.*, controllata dallo Stato, il quale deteneva, però, azioni per sole 20 sterline⁴⁰.

³⁵ L'*Aus dem Kapitalverkehrsteuergesetz*, infatti, sottometteva le azioni a voto privilegiato ad una particolare imposta, salvo il caso in cui l'uso del voto privilegiato non fosse limitato solo ad alcune materie.

³⁶ FRANK-FAHLE G., *op. cit.*, p. 51.

³⁷ FRE' G., *op. cit.*, p. 167.

³⁸ FRANK FAHLE G., *ibidem*, p. 51.

³⁹ MAZEAUD H.; *op. cit.*, p. 61; Degno di nota è stato il caso della *Nord-deutscher Lloyd* di Brema e della *Hansa* di Brema, che'attraverso l'emissione di azioni a voto plurimo, hanno mantenuto la nazionalità delle suddette società, pur accogliendo un largo concorso del capitale americano (prassi piuttosto diffusa in Germania in quel periodo).

⁴⁰ SCIALOJA A., *op. ci'.*, p. 27.

Nel diritto svizzero l'esistenza del voto plurimo era stata abolita con l'articolo 745 del codice delle obbligazioni⁴¹; mentre per la legge olandese se da un lato era possibile l'attribuzione di azioni a voto plurimo, dall'altro nessun azionista poteva detenere più di sei voti se possedeva oltre cento azioni, né più di tre voti se ne possedeva un numero minore.

La legge belga sulle società del 1872 consentiva, invece, a ciascun azionista la possibilità, nella pratica, di avere due voti per ogni azione⁴²; nessuno poteva, comunque, votare per un numero di azioni maggiore del quinto delle azioni emesse oppure per un numero maggiore dei due terzi di quelle rappresentate.

5. Il voto plurimo in Italia: casistica.

In Italia dopo la Prima guerra mondiale è possibile rinvenire alcuni esempi di società dotate di azioni privilegiate, sulla scia di quella che era a riguardo l'evoluzione degli altri Paesi, per far fronte alle esigenze dei soci e, soprattutto, dei fondatori.

La casistica che viene riportata in seguito, infatti, mostra come il ricorso alle azioni privilegiate sia stata la soluzione alle differenti esigenze già individuate sin dalle prime battute di questo lavoro.

La più comune esigenza dei fondatori di una società era (ed è anche oggi, come si vedrà in seguito) quella di mantenerne il controllo sin dalla sua fondazione e per tutto il periodo di attività della stessa, potendo, però, conservare la continuità dell'amministrazione anche laddove si fosse ampliata la compagine sociale; tale esigenza è diventata, poi, di importanza primaria laddove, nel periodo post bellico, i fondatori hanno deciso di operare in settori particolarmente innovativi, prevedendo la necessità, vista il continuo progredire della scienza, di dover in futuro ricorrere a nuovi finanziamenti esterni.

La Società editoriale e di pubblicità, omologata con decisione della Corte d'Appello del 1924, prevedeva sin dalla propria costituzione l'emissione di azioni

⁴¹L'articolo 745 disponeva che: "gli azionisti esercitano il diritto di voto proporzionalmente al numero di azioni che possiedono e tutte le azioni hanno un diritto di voto uguale è proporzionale al loro valore nominale"; SCIALOJA A., *op. cit.*, p. 27-28.

⁴² Art. 74 della Legge sulle società del 1872; AMIAUD A., *op. cit.*, p. 75.

privilegiate oltre a quelle ordinarie; in particolare, vennero emesse 400 azioni, di cui 360 ordinarie e 40 privilegiate, con l'attribuzione di dieci voti ciascuna⁴³.

Il Tribunale di Roma ha, successivamente, omologato l'atto di costituzione della Società umbra prodotti chimici⁴⁴; proprio in tale caso si nota quale sia stato lo scopo dell'utilizzo del meccanismo delle azioni con voto plurimo. La società, infatti, era stata inizialmente costituita con un capitale di 100.000 lire, suddivise in 1.000 azioni nominative cui vennero attribuiti cinque voti ciascuna, poi aumentato subito a 1.000.000 di lire tramite emissione di 9.000 azioni con un solo voto⁴⁵.

La Società Cartiere Burgo Verzuolo, al fine di portare a termine un'operazione di trasformazione da società semplice in società anonima, aveva assegnato all'ormai *ex socio accomandatario* azioni con voto privilegiato (cinque voti per ciascuna azione) insieme al diritto di opzione alle azioni privilegiate da emettere in aumento del capitale, assicurandogli, così, il controllo sulla gestione della società successivamente alla trasformazione senza un necessario ulteriore esborso di denaro⁴⁶.

Emblematico è stato, poi, il caso della Società "Unica", costituita a Torino nel 1924⁴⁷, la quale aveva un capitale iniziale costituito da azioni con 50 voti ciascuna che fu sottoscritto dai soli tre soci fondatori e, successivamente, ampliato con azioni ordinarie prive di qualsiasi privilegio patrimoniale.

Particolare fu, invece, il caso della Società Triestina di Navigazione, la Cosulich, allora costituita come società sottoposta all'ordinamento austriaco (in base alle norme transitorie conseguenti al Trattato di pace con l'Austria), il cui aumento di capitale fu omologato per tale ragione da parte del Ministero dell'Economia Nazionale. Tale aumento di capitale fu pensato al fine di ottenere un duplice risultato: riservare alla famiglia fondatrice, i Cosulich appunto, il controllo sull'impresa e, allo stesso tempo, attribuire a tutti i soci un diritto di opzione sulle azioni di nuova emissione. Poiché, però, il diritto austriaco non ammetteva le azioni privilegiate, l'operazione fu effettuata

⁴³ Corte d'Appello di Milano, 13 agosto 1924, in *Temì lombarda*, 1924, p. 417ss; riforma Trib. Milano, 25 luglio 1924, che in prima battuta aveva negato l'omologazione alla società; SCIALOJA A., *op. cit.*, p. 9.

⁴⁴ Trib. Roma, 25 luglio 1925; SCIALOJA A., *op. cit.*, pp. 9-10.

⁴⁵ Sul punto numerosi sono gli esempi riportati da SCIALOJA A., *op. cit.*, p. 10; in particolare: Società autostradale Sated, Tribunale di Milano del 29 dicembre 1924; Società Refrattarii d'Italia, Trib. Milano del 16 febbraio 1925, le cui azioni privilegiate furono assegnate al socio fondatore;

⁴⁶ Trib. Cuneo, 18 ottobre 1924; SCIALOJA A., *op. cit.*, p. 10.

⁴⁷ Trib. Torino, 12 settembre 1924; SCIALOJA A., *op. cit.*, p. 10.

attribuendo a tutti i soci il diritto di opzione sulla metà delle azioni di nuova emissione, mentre l'altra metà fu attribuita ad un ente italiano costituito *ad hoc*, la Società Finanziaria Cosulich. Le azioni della società italiana furono divise in due categorie: *i*) azioni privilegiate, cui erano attribuiti 10 voti ciascuna e *ii*) azioni nominative, riservate a cittadini italiani, trasferibili solo in seguito ad approvazione del Consiglio di amministrazione⁴⁸.

In altre ipotesi, lo strumento del voto plurimo è stato utilizzato per proteggere i soci che detenevano il potere di controllo dalle scalate esterne, senza dover fare ricorso a consorzi di difesa che avrebbero richiesto un ricorso ad ulteriori quantità di denaro, spesso anche ingenti. Proprio a tale situazione si riferiva la sentenza citata in *incipit* a questo lavoro⁴⁹: il Consorzio mobiliare finanziario (sorto allo scopo di difendere le azioni della Banca Commerciale), non disponendo più del capitale richiesto per sventare il pericolo di scalate esterne, è dovuto ricorrere al voto plurimo. La deliberazione dallo stesso adottata, infatti, ha permesso di liberare la maggior parte delle azioni da qualsiasi vincolo di intrasmissibilità, così che non è stato più necessario che il capitale fosse completamente nelle mani dei soci.

Il voto plurimo, già nei primi anni del '900, è stato utilizzato per consolidare i rapporti di controllo tra società. Particolare è stata l'operazione effettuata al momento della costituzione della Società Mira-Lanza⁵⁰. In un primo momento le azioni ordinarie furono assegnate alla Banca Commerciale, la quale si era occupata di rilevare e fondere gli stabilimenti produttivi di candele e saponi di Mira e Lanza, mentre nella fase iniziale le azioni privilegiate erano state assegnate ai soci fondatori in proporzione delle azioni ordinarie che avevano sottoscritto; successivamente tramite un aumento di capitale le

⁴⁸ Trib. Roma, 6 aprile 1925; nella deliberazione si legge che: “Allo scopo di conciliare il fine della costituzione della società finanziaria Cosulich, che è di conservare alla Cosulich, Società Triestina di Navigazione, la continuità delle sue direttive nell'interesse dell'economia nazionale e dell'economia triestina, e nell'intendimento di assicurare agli attuali azionisti della stessa Società l'aumento del capitale, è stato disposto che: a) le 227.500 azioni B della Società finanziaria Cosulich vengono offerte agli azionisti della Cosulich Società Triestina di Navigazione alla pari; b) le 22.500 azioni A della Società finanziaria sono riservate alle azioni appartenenti alla famiglia dei fondatori della Cosulich Società di navigazione. In tal modo per ogni tre azioni Cosulich Società di navigazione viene assicurata l'opzione di una nuova azione della Società stessa e di un'azione della Società finanziaria, e quindi la plusvalenza di tutta la nuova emissione”; SCIALOJA A., *op. cit.*, p. 11.

⁴⁹ Corte d'Appello di Milano, 11 agosto 1925, *op. cit.*; SCIALOJA A., *op. cit.*, p.1, 6, 12 ss.

⁵⁰ Trib. Milano, 4 giugno 1924, SCIALOJA A., *op. cit.*, p. 13-14.

nuove azioni furono assegnate in parte proporzionalmente alle azioni già detenute per ciascuna categoria dai soci, in parte furono offerte in opzione⁵¹.

Come già rappresentato per gli altri Paesi, anche in Italia si presentò l'esigenza di tutelare la nazionalità delle società nei confronti di un acquisto di titoli da parte di finanziatori stranieri, posto che era più semplice limitare la circolazione di poche azioni a voto plurimo, dalla cui detenzione derivava il potere di gestione della società, piuttosto che l'estensione a tutte le azioni emesse di limiti alla circolazione delle stesse. A tale scopo, sono state numerose le società, il cui oggetto sociale era l'esercizio delle reti telefoniche, a fare ricorso all'istituto del voto plurimo⁵², ma sicuramente il caso di maggiore interesse è stato quello della Società nazionale industria applicazioni Viscosa, che, attraverso l'emissione di nuove azioni per un prezzo del 10% superiore al valore nominale, ma inferiore al valore di borsa, ha salvaguardato gli interessi degli azionisti, assicurandogli la sottoscrizione dell'intero aumento di capitale. Tale operazione è stata portata avanti attraverso una denuncia da parte dell'azionista di maggioranza alla sottoscrizione di un numero di azioni ordinarie pari al numero delle azioni privilegiate che egli stesso al termine dell'operazione avrebbe detenuto⁵³.

Altre volte, invece, l'utilizzo delle azioni a voto plurimo è stato necessario per garantire il controllo della società a quei soci che conferivano beni in natura o brevetti,

⁵¹ SCIALOJA A., *op. cit.*, p.14.

⁵² Trib. Roma, 1 giugno 1925, SCIALOJA A., *op. cit.*, p. 15; la Società Esercizi Telefonici aveva previsto gi' in seno all'atto costitutivo la possibilità di emettere azioni a voto plurimo con 5 voti, stabilendo però che le stesse avessero natura di azioni nominative, cedibili solo con il consenso del Consiglio di amministrazione a cittadini o società italiane; Tribunale di Torino, 27 maggio 1925, la Società telefonica interregionale piemontese lombarda, in occasione di un aumento di capitale 'a previsto l'emissione di azioni a voto plurimo.

⁵³ Sul punto il consiglio nella sua Relazione affermava che: "Queste azioni vorrebbero in solide mani un cospicuo di voti, insufficiente tuttavia a formare la maggioranza dell'assemblea, per costituire la quale sarebbe necessario il voto favorevole di almeno 1.400.000 azioni ordinarie corrispondente ad un valore nominale di 280 milioni. Noi abbiamo a lungo riflettuto sulla destinazione delle azioni emittende. Era intenzione del vostro presidente chiedervi di offrire tutte le 1.800.000 azioni ordinarie in opzione agli azionisti tra le 200.000 azioni privilegiate ad un prezzo superiore, assegnandole ad un gruppo da lui dipendente. Con questa proposta egli riteneva di tutelare nel modo più equo il vostro interesse, dato che riservavamo a voi in opzione il 90% delle azioni, destinandone ad altri solo il 10%: cioè le azioni nominative, difficilmente negoziabili per i gravami sotto specificati ed emesse ad un prezzo più elevato. Tuttavia, nell'intento di eliminare anche la minima possibilità di danno per gli azionisti, il vostro presidente preferisce rinunciare ad una quota corrispondente di azioni ordinarie a lui spettanti in opzione, per cui ogni azionista avrà diritto di optare su due azioni ordinarie nuove ogni tre azioni vecchie, e cioè sulla quantità totale della emissione", si veda SCIALOJA A., *op. cit.*, p. 15.

come nel caso dell'aumento di capitale della Società automobili Ansaldo o della Società brevetti Elettrograph⁵⁴.

Meno frequente, ma non meno importante a causa delle particolari dimensioni delle operazioni, è stato il ricorso alle azioni a voto plurimo ove fosse necessario bilanciare gli interessi di diversi gruppi di azionisti in seguito ad operazioni di fusione. Basti pensare al caso della Società idroelettrica Piemonte, la quale, in un'ipotesi di aumento del capitale, ha collocato le azioni a voto plurimo tra le altre società elettriche italiane controllate dalla Società stessa, mentre le altre azioni sono state date con sovrapprezzo in opzione agli azionisti. Le azioni con voto plurimo davano diritto a 5 voti ed erano nominative e trasferibili solo a cittadini italiani e con il consenso del Consiglio di amministrazione, mentre quelle ordinarie godevano di un dividendo preferenziale del 5%, assicurando, oltre che una particolare interconnessione tra le società gestite dalla Società madre, la difesa del carattere nazionale dell'impresa⁵⁵.

6. La legittimità delle azioni a voto plurimo nel nostro ordinamento agli inizi dello scorso secolo: l'interpretazione dell'articolo 157 del codice del Commercio del 1882.

Lo sviluppo delle azioni a voto plurimo, o privilegiate che dir si voglia (la dottrina italiana del primo '900 utilizza i due termini quali sinonimi, e in tal modo verranno intesi quanto meno in questa parte del presente scritto) ha portato sia la dottrina sia la giurisprudenza ad affrontare ed interpretare la questione della legittimità di tali azioni; la giurisprudenza, però, ha avuto occasione di affrontare il problema quasi esclusivamente in sede di omologazione dell'atto costitutivo o di aumento di capitale. Più significativo, pertanto, è stato il dibattito dottrinale che vide contrapporsi coloro che erano favorevoli e coloro che erano contrari alla legittimità di siffatte azioni.

La questione sembra abbia avuto origine circa l'interpretazione da attribuire agli articoli 157⁵⁶ e 164 del Codice di Commercio. Quest'ultimo stabiliva che "le azioni

⁵⁴ Trib. Torino, 20 marzo 1923, SCIALOJA A., *op. cit.*, p. 16.; Trib. Genova, 26 febbraio 1925, SCIALOJA A., *op. cit.*, p. 16..

⁵⁵ SCIALOJA A., *op. cit.*, p. 17.

⁵⁶ Art. 157 Codice del Commercio del 1882: "Per le assemblee generali successive alla legale costituzione della società, la convocazione è fatta dagli amministratori, ed è necessaria la presenza di tanti soci che rappresentino almeno la metà del capitale sociale. Ogni socio ha un voto ed ogni azionista ha un voto sino a 5 azioni da lui possedute. L'azionista che possiede più di 5 e sino a 100 azioni ha un voto ogni 5 azioni, e per quelle che possiede oltre il numero di 100 ha un voto ogni 25 azioni. Le deliberazioni si prendono a maggioranza assoluta. Nell'atto costitutivo o nello

conferiscono ai loro possessori uguali diritti se non è stabilito diversamente nell'atto costitutivo"; il problema, in particolare, è sorto perché, all'epoca della stesura del codice, nell'atto costitutivo potevano essere previste particolari categorie di azioni privilegiate quanto a privilegi esclusivamente patrimoniali attribuiti ai fondatori⁵⁷, non diversamente da quanto accadeva nel diritto francese prima della riforma del 1903⁵⁸; alcuni autori, seguendo le analoghe interpretazioni proposte dalla dottrina straniera, ritenevano che l'articolo in esame comprendesse anche il privilegio nel voto⁵⁹.

Nella relazione al Progetto sulle società anonime e in accomandita che fu presentata nel 1858 per il Regno di Sardegna, Di San Martino ha ritenuto opportuno che per le deliberazioni sociali vi fosse un *quorum* minimo, non soltanto personale ma anche capitalistico, lasciando piena libertà agli statuti di attribuire un certo numero di voti alle azioni⁶⁰; i medesimi principi si ritrovarono espressi nel Progetto di legge Pepoli presentato al Senato nel 1872, in cui, se da una parte si affermava che ove gli statuti non avessero disciplinato in maniera differente il diritto di voto, sarebbe stato attribuito un solo voto ad ogni socio, dall'altra il ministro Finali si espresse in modo molto rigoroso, suggerendo di dare un solo voto per ciascuna azione⁶¹. Il Progetto Vigliani, poi, presentato nel 1874, riconfermava la possibilità che gli statuti attribuissero, seppur con qualche riserva, diritti di voto differenziati alle azioni.

Nel 1877 il Ministro Mancini presenta al Senato il Progetto di Codice di Commercio nel quale viene espresso e confermato il principio di libertà degli statuti in materia di voto, sottolineando che: "Il diritto di voto è regolato dal contratto e nessun

statuto può essere derogato a queste disposizioni. Se un'assemblea non è valida per mancanza di numero, l'assemblea di seconda convocazione può deliberare sugli oggetti indicati nell'ordine del giorno della prima, qualunque sia la parte di capitale rappresentata dai soci intervenuti. Se il giorno per l'assemblea di seconda convocazione non è indicato nell'avviso pubblicato per la prima, il termine stabilito nell'articolo 155 può ridursi a giorni 8".

⁵⁷ VIDARI E., *op. cit.*, p. 422 e ss.

⁵⁸ AMIAUD A., *op. cit.*, p. 18; THALLER E., *Traité général théorique et pratique de droit commercial*, Parigi, II ed, 1925; HOUPIN C., *Traité général théorique et pratique des sociétés civiles et commerciales : avec formules*, Parigi, 1912.

⁵⁹ VIVANTE C., *op. cit.*, n. 515, sc'iveva che "l'articolo 164 fa l'ipotesi di varie categorie di azioni e di azionisti create dall'atto costitutivo o dallo statuto con diversi diritti, per esempio di azioni privilegiate, di azionisti aventi diritto a un voto e di azionisti aventi diritto a due voti e dichiara valide queste disuguaglianze"; NAVARRINI U., "Tratt. Teorico pratico Dir. Comm.", Milano, 1913-1921, addirittura affermava che "le azioni privilegiate possono porre i loro possessori in un grado superiore a quello degli altri soci dando a quelli un maggior numero di voti nelle assemblee".

⁶⁰ *Lavori preparatori del Codice di Commercio*, Roma, 1858, p. 164.

⁶¹ ELENA N., *op. cit.*, pp. 28 ss.

pubblico interesse richiede che in ciò sia posto alcun limite alla libertà dei contraenti, salvo sempre il principio che ogni azionista debba avere almeno un voto nell'assemblea generale”⁶². Quanto stabilito dall' articolo 157, quindi, suggeriva un sistema di voti decrescente per i grandi azionisti che, pur essendo derogabile, attribuiva una sorta di privilegio nel voto agli azionisti di minoranza ⁶³.

Ad una differente conclusione, invece, giungeva il Cassinelli⁶⁴, partendo proprio dalla citazione del Mancini, laddove affermava che l'articolo 157 stabiliva una decrescenza nel numero dei voti attribuibili a ciascun azionista al fine di contrastare la formazione di oligarchie. Invero, il Mancini affermò che unico limite alla disponibilità statutaria fosse costituito dall’attribuzione di almeno un voto a ciascun azionista, sottolineando il fatto che in alcuni ordinamenti, quale quello francese, era stato previsto che gli azionisti minori fossero esclusi dalle deliberazioni dell'assemblea, in quanto non possessori di un numero minimo di azioni; egli, volendo contrastare il verificarsi di una simile situazione anche in Italia, sostenne la necessità che ogni azionista dovesse avere almeno un voto “se non si vuole che le società commerciali costituiscano altrettante oligarchie e non si tramuti in un privilegio di pochi il diritto più naturale e legittimo di tutti coloro che conferiscono le cose proprie a scopo comune”⁶⁵.

7. L’interpretazione dell’art. 164 del Codice del Commercio del 1882.

L’articolo 164 del Codice del Commercio del 1882 sembrava di per sé sufficiente a consentire una deroga all’uguaglianza dei diritti da attribuire alle azioni.⁶⁶ Il Progetto della commissione parlamentare nominata per l'esame del disegno di legge parlava di azioni le quali dovevano necessariamente avere uguale valore, ma non faceva alcun riferimento ad un’eguaglianza dei diritti che le stesse attribuivano. Quando, però, il Progetto di codice di commercio del 1873 fu presentato, vi furono numerose proteste e,

⁶² *Esposizione dei motivi del progetto del Codice di Commercio*, Roma, 1877, p. 362.

⁶³ ELENA N., *op. cit.*, p. 29.

⁶⁴ CASSINELLI B., *Illegalità delle azioni aventi diritto a voto multiplo*, *Giur. Ital.*, 1925, I, 2, 416.

⁶⁵ *Esposizione dei motivi del progetto del Codice di Commercio*, Roma, 1877, p. 363; in senso conforme VIVANTE C., *I progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime*, in *Rivista bancaria*, 1925, p. 542 e *Riv. Dir. Comm.*, 1925, p. 429.

⁶⁶ Articolo 164 del Codice del commercio del 1882: “Le azioni devono essere di uguale valore, e conferiscono ai loro possessori eguali diritti, se non è stabilito diversamente nell’atto costitutivo, salvo però ad ogni azionista il diritto di voto nelle assemblee generali. Le azioni possono essere nominative o al portatore”.

nonostante ciò, la disposizione fu ripresentata al Senato nell'identica formulazione nel progetto del 1874⁶⁷.

La proposta di norma così come poi sarà trasfusa nell'articolo 164 del Codice del Commercio del 1882, fu presentata per la prima volta presentato alla Camera solo nel progetto del 1877. Mancini⁶⁸ nell'espone la proposta richiamò l'uso comune in altri paesi di emettere azioni privilegiate, aggiungendo che “tuttavia può essere opportuno di lasciare libero anche in questo riguardo le stipulazioni dei contraenti non può dirsi infatti che sia sempre dannoso permettere che si accordi alle azioni di una stessa società un trattamento diverso, secondo che appartengono a una o a un'altra emissione, nulla vi è di assoluto in questa materia, e le mille eventualità che si succedono nella vita economica possono deludere le più fondate previsioni (...). Nè dal non uso attuale di una istituzione, forse impedito finora dall'ingerenza governativa, può dedursi che essa non abbia potersi introdurre utilmente in determinate circostanze, sotto il regime di agio e libertà che sta per inaugurarsi. Al principio assoluto pertanto, con cui il progetto senatorio rendeva impossibile ogni pattuizione intesa a stabilire una disuguaglianza nel valore nominale delle azioni, e nei diritti da esse derivanti ai loro possessori, parvemi conveniente di aggiungere una eccezionale riserva per il caso in cui fosse altrimenti convenuto nell'atto costitutivo”⁶⁹.

Proprio partendo da tali premesse una parte della dottrina rinveniva nell'articolo 164 del Codice del Commercio il fondamento del voto plurimo. Critico era, invece, il Cassinelli, secondo il quale non sarebbe stato possibile ricomprendere nell'espressione “eguali diritti” sia il diritto di voto sia quelli patrimoniali, poiché solo il primo avrebbe avuto natura personale⁷⁰. A quest'ultima ricostruzione ribatteva, ancora, altra dottrina sostenendo che l'articolo 164 del Codice del Commercio del 1882 con l'inciso “salvo però ad ogni azionista il diritto di voto” non solo si occupasse direttamente di quest'ultimo ma non distinguesse diritti di natura personale e diritti di natura patrimoniale e, pertanto, tale distinzione⁷¹.

⁶⁷ SCIALOJA A., *op. cit.*

⁶⁸ MANCINI P.S., *Motivi del cod. comm.*, ed. Napoli, IV, p. 368.

⁶⁹ Conforme a tale ricostruzione AMIAUD A., *op. cit.*, p. 51.

⁷⁰ SCIALOJA A., *op. cit.*, p.22.

⁷¹ ELENA N., *op. cit.*, p. 37; conforme VIDARIE., *op. cit.*, n. 407, affermava che “se l'articolo 164, può far credere per un momento, anche il contrario, imperocchè esso dice: “salvo però a ogni azionista il diritto di voto nelle assemblee generali”, è tuttavia da avvertire che quell'articolo va

8. Conclusioni della dottrina circa il combinato disposto dall'articolo 157 e dall'articolo 164 del Codice del Commercio del 1882.

Autorevolmente Scialoja ebbe, poi, a sostenere che il legislatore non aveva mai pensato che fosse necessario disporre in modo proporzionale tra entità della quota sociale e influenza sulla gestione, ossia tra il capitale investito e detenuto dal socio ed i voti allo stesso attribuiti. Al fine di giungere a tale conclusione, l'A. analizzò tre particolari tipologie di azioni: le azioni con particolari privilegi patrimoniali, le azioni liberate solo in parte e le azioni di valore diverso⁷², svolgendo le osservazioni che seguono: 1) le azioni con particolari privilegi non attribuivano al loro possessore nessun diritto aggiuntivo, quanto all'amministrazione della società, rispetto alle azioni ordinarie, seppur, rispetto a queste ultime, garantissero il diritto ad un maggior dividendo in sede di ripartizione degli utili; 2) l'inverso, invece, avveniva con le azioni liberate solamente in parte, laddove il versamento dei restanti decimi poteva esser richiesto in un periodo successivo anche piuttosto lontano nel tempo rispetto al momento della sottoscrizione delle stesse; 3) quanto alle azioni con valore diverso, seppur parte della dottrina fosse contraria a ritenerne possibile l'emissione⁷³, Scialoja osservava come esse indirettamente realizzassero il medesimo effetto delle azioni con voto plurimo⁷⁴. Dall'esistenza pacifica di tali categorie di azioni derivava l'assunto che il voto plurimo fosse di per sé sempre ammissibile, in quanto non esisteva nessuna norma, né specifica né generale, che prevedeva l'uguaglianza o la proporzionalità del diritto di voto.

A opposta conclusione giungeva, invece, il Frè⁷⁵. Questi, da una parte, riteneva che l'articolo 164 del Codice del Commercio del 1882 disponesse un divieto alla deroga all'eguaglianza dei diritti in materia di voto, dall'altra, sosteneva che l'articolo 157 dovesse essere interpretato nel senso di garantire a ciascun socio la partecipazione agli organismi che gli spettava in base al capitale dallo stesso sottoscritto. Sulla base di tali assunti, dunque, tale A. sosteneva l'inconferenza delle tre categorie individuate da

messo in armonia con quello che ora esaminiamo (art. 157) il quale dice pure a chiarissime note che lo statuto o l'atto costitutivo può regolare a piacere il diritto di voto".

⁷² SCIALOJA A., *op cit.*

⁷³ VIVANTE C., *Rivista Bancaria, op. cit.*, 1925, p. 542 e ss.; CASSINELLI B., *op. cit.*; JANNONI G., *Azioni a voto multiplo Riv. Pol. Econom.*, 1925, p. 624.

⁷⁴ Sul punto il VIVANTE sosteneva che le azioni dovevano avere egual valore al fine di distinguerle dalle quote; il MANARA (come riportato da ELENA N., *op. cit.*, p. 40), invece, ribatteva che si parlava di azioni o quote a seconda che esse fossero o meno liberamente trasmissibili.

⁷⁵ FRE' G., *op. cit.*, p. 121 ss.

Scialoja a titolo esemplificativo circa l'indiretta realizzabilità di azioni dotate, di fatto, di voto plurimo.

Il Cassinelli, a sua volta, sosteneva che, oltre alle già citate ragioni fondate sull'interpretazione degli articoli 157 e 164 del Codice del Commercio del 1882, le azioni a voto plurimo fossero inammissibili perché contrarie ai principi fondamentali della società, poiché l'assemblea sarebbe stata sostanzialmente in balia dei soci possessori di queste; l'autore, dunque, erigeva a baluardo del sistema delle società l'esistenza di *quorum* costitutivi e deliberativi per le decisioni assembleari, fondando su tali disposizioni del legislatore la volontà del legislatore di vietare l'emissione di azioni a voto plurimo. Egli, inoltre, affermava che le azioni a voto plurimo non avrebbero avuto preminenza nelle assemblee in cui il legislatore avesse previsto l'intervento di una quota di capitale maggiore rispetto a quella delle azioni a voto plurimo, affermando un monopolio di tali azioni nelle assemblee generali; aggiungeva, poi, che se gli istituti avessero richiesto non il voto favorevole, ma la presenza, ai fini del raggiungimento del *quorum* costitutivo della maggioranza del capitale presente, le azioni ordinarie sarebbero state praticamente impotenti; i diritti di controllo allora previsti dal codice sarebbero sfuggiti a queste azioni⁷⁶.

Al dibattito partecipava con conclusioni opposte sul punto anche l'Elena⁷⁷, il quale anzitutto sottolineava come la ricostruzione precedentemente esposta fosse contraria a quanto affermato dal Mancini in seno alla propria relazione e nel merito aggiungeva che la richiesta di *quorum* costitutivi e deliberativi per l'assemblea dei soci, in uno scenario nel quale la fisionomia delle società era mutevole anche in seguito alla possibilità di emettere azioni al portatore, era l'unico mezzo attraverso il quale sarebbe stato possibile far funzionare la società stessa, poiché prevedere l'unanimità dei consensi anche in una società di capitali avrebbe condotto ad una paralisi della stessa. Aggiungeva, ancora, che ben potevano gli amministratori essere espressione di una determinata maggioranza, ragion per cui, il fatto che il legislatore avesse previsto determinati *quorum*, non poteva essere assunto quale mezzo indispensabile a garantire i soci: l'unico elemento certo nelle società anonime era sostanzialmente il capitale, ma lo stesso articolo 157 consentiva la possibilità di derogare a quanto stabilito dalla norma di legge. Il legislatore, infatti, aveva imposto dei *quorum* costitutivi e deliberativi per determinate delibere assembleari, ma “la

⁷⁶ SCIALOJA A., *op. cit.*; CASSINELLI B., *op. cit.*

⁷⁷ ELENA N., *op. cit.*, p. 46 ss.

verità si è che ben diverso è chiedere che, per modificare lo statuto, occorra sia favorevole un'aliquota x del capitale sociale, dal pretendere che quella detta aliquota abbia un numero di voti perfettamente analogo a un'eguale frazione di capitale⁷⁸". L'A. citava, poi, l'articolo 1717 del codice civile del 1865, laddove i soci potevano partecipare agli utili in misura non necessariamente proporzionale ai conferimenti, i quali, a loro volta, venivano valutati esclusivamente dai soci, affermando il principio di libertà dei contraenti il contratto di società e ponendo l'unico limite della società leonina. Alla luce di ciò, sarebbe stato incoerente il legislatore laddove, nel permettere una tale libera valutazione nel rapporto tra conferimenti ed utili, non avesse permesso siffatte valutazioni in materia di diritti di voto attribuibili alle medesime azioni.

Quanto alla tesi che le azioni a voto privilegiato sarebbero in contraddizione con il sistema sancito dal codice del 1882, l'Elena⁷⁹ faceva notare come la proposizione secondo la quale le azioni a voto plurimo non avrebbero avuto preminenza nelle assemblee in cui il legislatore avesse previsto l'intervento di una quota di capitale maggiore rispetto a quella delle azioni a voto plurimo, dimostrerebbe proprio, all'opposto, la non contraddittorietà delle stesse rispetto al sistema. In tali situazioni, infatti, sarebbe stata necessaria la collaborazione degli azionisti con voto plurimo e degli azionisti ordinari, garantendo al contempo un controllo dei secondi sui primi tramite l'esercizio dei diritti che la legge accordava loro. Quanto all'asserita impotenza delle azioni ordinarie, laddove gli statuti avessero previsto solo un *quorum* costitutivo e non deliberativo della maggioranza del capitale presente, in realtà erano già gli stessi statuti delle società che o richiedevano delle maggioranze qualificate di capitale anche per l'approvazione, o non le richiedevano affatto e, in tale caso, gli azionisti ordinari avrebbero potuto semplicemente non presentarsi in assemblea, impedendo che venisse presa la deliberazione temuta⁸⁰.

In ogni caso, sarebbe stato sufficiente, per contrapporsi alla tesi di Cassinelli, ricordare che in caso di emissione di azioni a voto plurimo, i soci fondatori ed i sottoscrittori delle azioni potevano risolvere tali problematiche già prima che esse si presentassero, ossia in seno allo statuto. Quanto, infine, all'ultima asserzione del Cassinelli, essa, sempre secondo l'Elena, non meritava di attenzione, poiché il controllo

⁷⁸ SCIALOJA A., *op. cit.*; CASSINELLI B., *op. cit.*

⁷⁹ ELENA N., *op. cit.*, p. 46 ss.

⁸⁰ Sul punto si veda SRAFFA A., "L'ostruzionismo dei soci" in *Riv. Dir. Comm.*, 1906, II, n. 84.

esercitato dagli azionisti dotati di voto plurimo era stato previsto negli statuti in modo tale che esso potesse esplicitarsi tanto nelle assemblee straordinarie quanto in quelle ordinarie o non prevedendo un *quorum* costitutivo, o richiedendone uno minimo.

9. L'apporto della giurisprudenza al dibattito.

La Corte di Appello di Milano con la citata sentenza dell'11 agosto 1925, modificando la decisione del Tribunale di primo grado, ammetteva la legittimità delle azioni con voto plurimo; essa fu considerata da alcuni, sulla base delle norme allora esistenti (testè esaminate), avventata⁸¹. La Corte, però, al fine di risolvere il caso concreto, utilizzò quali parametri: *i*) l'equivalenza dei voti tra azioni ordinarie ed azioni privilegiate; *ii*) la nominatività delle azioni privilegiate; *iii*) le restrizioni nella trasmissione delle azioni privilegiate; *iv*) il privilegio sugli utili previsto per le azioni ordinarie; spettava, infatti, al Giudice il controllo sulle modificazioni statutarie di tutti i caratteri che la legge qualificava come modificabili ad opera delle parti. La Corte d'Appello di Milano, dunque, per prima, ha riconosciuto un istituto che sino ad allora non era ancora stato previsto esplicitamente dal legislatore, seppur non vietato, poiché contrario allo spirito delle assemblee parlamentari⁸².

D'altro canto, però, ci si chiese se vi fosse o meno un limite all'emissione delle azioni a voto privilegiato, posto che le stesse non godevano di alcuna regolamentazione. Una parte della dottrina e della giurisprudenza⁸³ affermò che, in mancanza di regolamentazione, l'emissione di azioni privilegiate non avrebbe tollerato limitazioni surrettizie da parte del giudice, in quanto insindacabile in tale sede; il giudice, infatti, avrebbe potuto annullare solo le disposizioni statutarie contrarie alla legge, laddove le azioni a voto plurimo non erano vietate dalla legge, le disposizioni statutarie sulle stesse non erano quindi annullabili⁸⁴.

Tuttavia, la Corte d'Appello milanese era, invece, di opposta opinione⁸⁵. Essa riteneva che il giudice, in sede di omologazione dell'atto costitutivo, dovesse verificare se fossero state adempiute tutte le condizioni previste dalla legge per la costituzione della

⁸¹ JANNONI G., *op. cit.*; SRAFFA A., *op. cit.*.

⁸² SRAFFA A., *Illegittimità delle azioni a voto privilegiato*, Riv. Dir. Comm., 1924, II, 210.

⁸³ Trib. Milano, 4 maggio 1925, in *Giur. It.*, I, 2, 216; CASSINELLI B., *op. cit.*; SRAFFA A., *op. cit.*

⁸⁴ SCIALOJA A., *op. cit.*

⁸⁵ Corte d'Appello di Milano, 11 agosto 1925, *op. cit.*; SCIALOJA A., *op. cit.*; Elena N., *op. cit.*

società prima di ordinarne la trascrizione dell'apposito registro. In mancanza dei requisiti previsti dalla legge, o in ipotesi di violazione di norme fondamentali, il giudice non avrebbe potuto ordinare la pubblicazione, determinando la mancata costituzione legale della società. Inserendo in tale contesto le disposizioni statutarie previste dalle parti quanto ai diritti di voto spettanti alle azioni privilegiate, il giudice non avrebbe potuto decidere arbitrariamente, ma avrebbe dovuto valutare se esse, così come previste dagli azionisti, consentissero o meno il funzionamento della società, senza porre in essere violazioni alle norme fondamentali; peraltro, già in quel periodo, come dimostrato dall'ampia casistica sopra riportata, si andava assestando la prassi di attribuire alle azioni privilegiate un massimo di 10 voti⁸⁶. La Corte, dunque, ben poteva controllare vari elementi, quali, a titolo esemplificativo: a) l'effettivo apporto da parte di tutti i soci; b) l'esistenza o meno dell'*affectio societatis*⁸⁷; c) la ripartizione degli utili; d) l'esistenza dello scopo di lucro; e) la liceità della causa; ipotesi alle quali si aggiungeva, per buona misura, il controllo circa le azioni privilegiate, basato sul *quod plerumque fit*.

10. Azioni privilegiate nel voto con modiche statutarie.

La dottrina e la giurisprudenza sin dall'origine del dibattito non furono concordi nello stabilire se fosse possibile creare azioni privilegiate nel voto in occasione delle modifiche statutarie. Da una parte la relazione del Mancini⁸⁸, cui si è richiamata parte della dottrina, mostrava contrarietà alla creazione di azioni di tal sorta, posto che “resta impedito a qualsiasi maggioranza di modificare con una deliberazione dell'assemblea generale quella regola, cui può esser derogato soltanto dal patto fondamentale, mercé l'assenso unanime di tutti i soci”. Altra parte della dottrina, come per altro già messo in evidenza, riconosceva la possibilità di creare azioni privilegiate, ove non prevista dall'atto costitutivo, tramite modifiche statutarie⁸⁹.

⁸⁶ MAZEAUD H., *op. cit.*, p. 17, diceva che “*le nombre dix est le plus couramment adopté et les sociétés qui restent au dessous de ce chiffre sont bien plus nombreuses que celles qui le dépassent*”; AMIAUD A., *op. cit.*, p. 24; ANTONELLI V., *op. cit.*, p. 85; SCIALOJA A., *op. cit.*, secondo il quale nelle società italiane sarebbe stata addirittura più diffusa l'attribuzione di un massimo di 5 voti, mentre solo in pochi casi questi raggiungevano quota 10 voti.

⁸⁷ BREGLIA M., *Questioni controverse in tema di contratti parziari*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1912, 1, 457; HAMEL J., *Affectio societatis*, *Riv. Dir. E prat, Co.*, 1926, 1, p. 43.

⁸⁸ MANCINI P.S., *Esposizione dei motivi del progetto del Codice di commercio*, Roma, Stamperia Reale p. 369; conforme SCIALOJA A., *Le azioni a voto plurimo*, *Foro It.*, 1907, I, 919; NAVARRINI U., *op. cit.*, n. 408.

⁸⁹ VIVANTE C., *op. cit.*, p. 518; MORI V., *L'amministrazione delle società anonime*, in *Società Anonima, Amministrazione*, 1897, Milano, p. 546.

Su quest'ultima posizione si attestò la dottrina maggioritaria riguardo alla creazione di azioni privilegiate in occasione di un aumento di capitale.

Rimase aperto il dibattito circa la possibilità di creare tali azioni senza il contestuale aumento del capitale. Da una parte, Ascarelli, sulla scia degli autori francesi⁹⁰, risolveva la questione in senso permissivo, dall'altra, Elena si esprimeva in senso contrario⁹¹ poiché "l'attribuzione ad alcuni vecchi soci di un voto privilegiato che verrebbero a sopportare gli altri, difficilmente potrebbe giustificarsi come l'equivalente di un servizio reso, che, nel nostro caso sarebbe non facile a determinarsi". La creazione di tali azioni in siffatto contesto poteva, infatti, verificarsi solo in particolari ipotesi, le quali rappresentavano più ipotesi di scuola che situazioni realmente praticabili, quali: *i*) sorteggio delle azioni cui attribuire il privilegio; *ii*) attribuzione proporzionale del privilegio a parte delle azioni di tutti i vecchi azionisti.

11. Il voto plurimo nelle varie forme di società.

Nelle società in accomandita per azioni il carattere stesso di questo tipo di società, caratterizzata dalla mancanza di ingerenza nell'amministrazione da parte dei soci accomandanti, faceva sì che l'adozione del voto plurimo fosse di scarso interesse pratico; gli accomandanti, oltre ai generici poteri di sorveglianza ed ispezione, potevano soltanto revocare gli amministratori e nominarne di nuovi, ma solo ove vi fosse una determinata maggioranza.⁹²

⁹⁰ MAZEAUD H., *op. cit.*, p. 151; SOLUS H., *op. cit.*, p. 373.

⁹¹ ELENA N., *op. cit.*, p. 77; conforme Sentenza App. Lyon, del 20 maggio 1911.

⁹² Articolo 119 del Codice del commercio del 1882: "nelle società in accomandita per azioni l'amministratore può essere revocato per deliberazione dell'assemblea generale degli azionisti presa con la maggioranza richiesta dall' articolo 158, riservata ai soci dissenzienti la facoltà concessa nel penultimo capoverso dell'articolo stesso. L'amministratore revocato resta responsabile verso i terzi per le obbligazioni contratte durante la sua amministrazione, salvo il regresso verso la società. Se la revocazione è fatta senza giusti motivi, l'amministratore revocato ha diritto al risarcimento del danno"; Art. 158 del Codice di commercio del 1882: "Qualora l'atto costitutivo ho lo statuto non disponga altrimenti è sempre necessaria la presenza di tanti soci che rappresentino i tre quarti del capitale sociale ed il voto favorevole di tanti soci intervenuti che rappresentino almeno la metà del capitale medesimo per deliberare: 1° lo scioglimento anticipato della società; 2° la prorogazione della sua durata ; 3° la fusione con altre società; 4° la riduzione del capitale sociale; 5° la reintegrazione o l'aumento del capitale stesso; 6° il cambiamento dell'oggetto della società; 7° ogni altra modificazione dell'atto costitutivo. La maggioranza stessa è inoltre richiesta in tutti i casi specialmente designati dalla legge. I soci dissenzienti dalle deliberazioni indicate nei numeri 3°, 5° e 6° e dalla prorogazione della durata della società, se non è consentita nell'atto costitutivo, hanno diritto di recedere dalla società e di ottenere il rimborso delle loro quote o azioni in proporzione all'attivo sociale secondo l'ultimo bilancio approvato. Il

Le società in accomandita per azioni e la società anonima, però, presentavano indubbiamente dei caratteri di omogeneità, posto che sin dai lavori preparatori si leggevano queste parole: “In Francia si è giunti a una parificazione quasi completa di quelle due specie di società: questa tendenza a un pari trattamento della società in accomandita per azioni e delle anime è manifestata nel codice di commercio e nel codice italiano; tale è pure l'indirizzo del progetto il quale ha riunito nella sezione IV per entrambe tali specie di società le disposizioni concernenti la formazione, l'organismo, e gli atti principali dell'ente sociale collettivo”⁹³. Le azioni a voto plurimo, inoltre, non sovvertivano neanche le disposizioni fondamentali riguardanti la distinzione tra soci accomandanti e soci accomandatari circa la distribuzione dei poteri gestori. Alla luce di tali considerazioni si conveniva che, seppur non ravvisando alcun interesse da parte degli azionisti, fosse possibile emettere azioni a voto plurimo legittimamente anche da parte delle società in accomandita per azioni.⁹⁴

Quanto alle società cooperative, la natura del tipo sociale si opponeva all'ammissibilità del voto plurimo; l'articolo 225 del Codice del Commercio del 1882, attribuendo ad ogni socio, indipendentemente dalle azioni possedute un voto, indicava come non si tenesse in alcun modo conto dell'apporto di capitale conferito dal socio alla società, rendendo quindi impossibile attribuire un maggiore diritto di voto ad una categoria di azioni⁹⁵.

Nelle società in nome collettivo lo stesso carattere distintivo del tipo sociale contrastava con l'istituto delle azioni a voto plurimo, posto che l'articolo 107 del Codice del Commercio del 1882 non era derogabile nel contratto sociale⁹⁶. L'istituto del voto plurimo, invece, poteva ritenersi ammissibile, oltre che nelle società anonime, anche nelle mutue assicuratrici, poiché la legge permetteva che l'associazione di mutua assicurazione

recesso deve essere dichiarato dagli intervenuti all'assemblea entro 24 ore dalla chiusura di essa, e dagli altri soci entro un mese dalla pubblicazione della deliberazione nel giornale degli annunci giudiziari, sotto pena di decadenza”.

⁹³ MANCINI P.S., *op. cit.*, p. 316.

⁹⁴ RAVA' R., *op. cit.*, p. 82.

⁹⁵ VIVANTE C., *op. cit.*, p. 644 ss.

⁹⁶ Articolo 107 del Codice del commercio del 1882: “Le altre facoltà dei soci amministratori sono regolate secondo le disposizioni degli articoli 1720 a 1723 del codice civile. La maggioranza determinata dalle quote di interesse decide sulle opposizioni di uno o più soci indicate nel numero 1 dell'articolo 1723”.

fosse regolata dalla volontà delle parti secondo le esigenze dei vari casi, le quali avrebbero potuto richiedere l'adozione del privilegio del voto.⁹⁷

12. Considerazioni economiche.

Al fine di assicurare una completa comprensione del dibattito cui insorsero dottrina e giurisprudenza nei primi anni del secolo scorso, circa la legittimità/convenienza della creazione di azioni privilegiate nel diritto di voto, è necessario analizzare, seppur brevemente, il profilo economico della questione che, ovviamente, ha interessato numerosi studiosi del settore.

Da una parte, alcuni economisti si sono schierati sin dal principio contro l'utilizzo di tale istituto, sottolineando come esso prestasse il fianco a non pochi pericoli ed abusi⁹⁸; dall'altra parte, altri, seppur contrari all'istituto, hanno addotto ulteriori motivazioni, quali la posizione degli amministratori, che in alcune circostanze avrebbe potuto indulgere in attività rischiose, come disinteressarsi della gestione della società⁹⁹.

Tali opinioni, contrarie per diversi motivi alle azioni privilegiate, muovevano, però, dall'assunto che gli azionisti erano tutti eguali, quando ciò, invece, non poteva dirsi corrispondente alla realtà; bisognava, infatti, distinguere due tipologie di azionisti (allora come adesso), ossia coloro i quali pensano che il proprio conferimento costituisca un'immobilizzazione tramite l'investimento nell'azienda e coloro i quali, viceversa, attraverso l'investimento mirano a creare una fonte di risparmio.

Al fine di risolvere il conflitto tra azionisti portatori di interessi pressoché contrapposti, si era paventata l'ipotesi della creazione di un ulteriore tipo di titoli, diversi dalle azioni e dalle obbligazioni, ossia i titoli di partecipazione¹⁰⁰. La soluzione, però, fu ampiamente criticata poiché, senza ricorrere all'uso del voto privilegiato, altri espedienti – la creazione di azioni che attribuivano un diritto alla sottoscrizione di azioni di nuova emissione in aumento di capitale¹⁰¹, o clausole che sottoponevano determinate mdifiche

⁹⁷ Secondo il Ravà ciò era implicitamente riconosciuto dalla dottrina, laddove essa riteneva ammissibili delle clausole ben più ardite del voto plurimo, quali quelle che escludevano dall'assemblea sociale i soci che non si erano assicurati da un certo tempo o per una certa somma.

⁹⁸ HEMARD D, *Les actions de catégories*, in *Le Mode Illustré financier* del 26.11.1921.

⁹⁹ CABIATI A., *Le azioni privilegiate nel nuovo codice del commercio*, in *La Stampa* del 23.5.1924 e 18.12.1925.

¹⁰⁰ GOBBI U., *“Abolizione delle Azioni al Portatore”*, in *Monitore Tribunali*, 1916, p. 861.

¹⁰¹ JEANNIN I., *“La vie financière des sociétés”*, Parigi, 1925, p. 24.

in specifiche materie ad un apposito comitato di azionisti – producevano il medesimo effetto nei confronti delle minoranze.

Il Cabiati, inoltre, poneva ai giuristi un interrogativo, al quale però non fu possibile rispondere in mancanza della creazione di una norma di diritto positivo sulle azioni a voto plurimo, ossia in quale modo si potesse stabilire se un siffatto sistema fosse stato voluto dai soci indistintamente e non da una maggioranza di capitali già costituita in favore soltanto di alcuni soci. Inoltre, laddove i soci avessero attribuito ai più meritevoli la gestione della società, non vi erano garanzie che l'averli posti al riparo da qualsiasi attacco, sia esterno che interno, non comportasse una perdita di interesse verso le sorti dell'impresa. A questi dubbi la dottrina ribadendo che, da un lato, era pressoché improbabile che un soggetto che si fosse impegnato per dirigere una società si sarebbe poi disinteressato alle sorti della stessa e, dall'altro, vi erano degli strumenti a disposizione dei soci, quali la previsione di postergazione nella distribuzione degli utili delle azioni privilegiate a quelle ordinarie¹⁰².

Sulla base delle considerazioni appena esposte, appare evidente come vi era, però, la necessità di operare un ulteriore bilanciamento tra gli interessi dei soci industriali e gli interessi dei soci finanziatori-banche.

Lo stesso Cabiati, infatti, temeva che fossero proprio le banche a volere la creazione di azioni a voto plurimo; esse, infatti, in quel momento storico, detenevano il controllo delle maggiori industrie belliche e, tramite questo strumento, avrebbero potuto operare ingenti smobilizzazioni, mantenendo comunque il comando con minor capitale. Le Banche, invece, potevano già assicurarsi il controllo sulle industrie finanziate: ingraziandosi la fiducia degli azionisti, che gliene affidavano la gestione¹⁰³.

13. I progetti di riforma in Italia.

Uno dei primi progetti di riforma fu la proposta di regolamentazione presentata dalla Confederazione dell'industria, la quale contemplava all'articolo 122 le azioni a voto plurimo; in base a tale proposta queste ultime dovevano essere azioni nominative, sottoscritte esclusivamente da cittadini italiani, non trasferibili senza il consenso degli amministratori e non potevano dare più di 5 voti. Veniva inoltre precisato che non fosse

¹⁰² JEANNIN I., *op. cit.*, p. 21.

¹⁰³ AMIAUD A., *op. cit.*, p. 58.

possibile esercitare il privilegio in sede di approvazione delle deliberazioni in materia di: a) elezione dei sindaci; b) azione di responsabilità contro gli amministratori; c) convocazione dell'assemblea a norma dell'articolo 153 del Codice del Commercio¹⁰⁴.

Di notevole rilievo era soprattutto l'esclusione della possibilità di esercitare il privilegio in sede di elezione dei sindaci, i quali potevano così svolgere le loro funzioni di controllo sugli organi gestori in totale indipendenza, essendo totalmente slegati da qualsiasi tipo di rapporto nei confronti degli amministratori. Al fine di ottenere un simile risultato, l'Antonelli in Francia aveva proposto che uno dei due *commissaires aux comptes* venisse scelto al di fuori della società, fra professionisti contabili aventi almeno 10 anni di pratica; questa proposta, però, aveva il difetto di cercare una soluzione alla necessità di indipendenza dei sindaci rispetto agli amministratori all'esterno della società, così che elementi estranei alla stessa avrebbero poi dovuto valutare e controllare le operazioni sociali poste in essere dagli amministratori, determinando probabili conflitti tra l'organo di controllo e l'organo di direzione¹⁰⁵.

Nella Proposta della Confederazione generale dell'industria, invece, i sindaci venivano eletti dall'assemblea senza possibilità di esercizio del privilegio nel voto; essi erano dunque, persone di fiducia dei soci i quali si erano espressi sulla loro nomina proporzionalmente alle partecipazioni detenute, ossia utilizzando *a contrario* lo stesso principio che giustificava l'esercizio del voto plurimo nella nomina degli amministratori, poiché tutti i soci, avendo conferito capitale alla società, avevano diritto alla garanzia di una corretta gestione della stessa, specie ove fossero state emesse azioni privilegiate. Proprio il fatto di essere eletti da un'assemblea diversa rispetto a quella che nominava gli

¹⁰⁴ Articolo 153 del Codice del Commercio del 1882: “Qualora siavi fondato sospetto di grave irregolarità nell'adempimento dei doveri degli amministratori e dei sindaci, i soci rappresentanti la ottava parte del capitale sociale possono denunciare i fatti al tribunale di commercio, giustificando la suddetta rappresentanza nel modo stabilito nell'articolo precedenti. Il tribunale, sentiti in camera di consiglio gli amministratori e i sindaci, ove riconosca l'urgenza di provvedere prima della riunione dell'assemblea generale, può ordinare con decreto l'ispezione dei libri della società e nominare, a tale uopo, uno o più commissari a spese dei richiedenti, determinando la cauzione da darsi per le spese. L'ispezione non ha luogo, finché i richiedenti non abbiano data la cauzione. La relazione dei commissari deve essere depositata presso la cancelleria nel termine stabilito dal tribunale. Il tribunale esamina la relazione in camera di consiglio e pronuncia con decreto. Se il sospetto non apparisca fondato, il tribunale può ordinare che la relazione sia pubblicata nel giornale degli annunci giudiziari per intero soltanto nelle sue conclusioni. In caso contrario, il tribunale ordina i provvedimenti urgenti e l'immediata convocazione dell'assemblea generale. Il decreto è provvisoriamente esecutivo non ostante opposizione od appello”.

¹⁰⁵ ANTONELLI V., *op. cit.*

amministratori, avrebbe consentito ai sindaci di agire in totale indipendenza nei confronti di questi ultimi¹⁰⁶.

Ulteriormente degno di apprezzamento era, poi, il Progetto dell'Associazione Bancaria¹⁰⁷, il quale prevedeva che le azioni privilegiate potessero essere emesse solo dalle società dichiarate di pubblica utilità da parte del Ministero dell'Economia nazionale e da quelle che avessero distribuito negli ultimi cinque anni l'otto per cento di utili. Queste azioni non avrebbero potuto avere più di dieci voti, tutte le vecchie azioni potevano concorrere nella loro sottoscrizione ma non potevano dare utili maggiori di quelli spettanti alle azioni ordinarie né potevano essere rimborsate prima di queste. Le azioni a voto plurimo, infine, avrebbero dato diritto a un solo voto nelle elezioni dei sindaci, nelle deliberazioni sulle azioni di responsabilità contro gli amministratori e nelle assemblee convocate dal tribunale ai sensi dell'articolo 153 del codice del commercio.

La relazione che accompagnava il progetto¹⁰⁸ sosteneva che il criterio, sulle cui basi una società potesse ritenersi di pubblica utilità, non dovesse essere stabilito *a priori*, ma di volta in volta da parte del governo. In tal modo si attribuiva piena libertà al potere politico di valutare gli elementi interni ed esterni alla società, determinando una continua ingerenza dello Stato nei rapporti economici. La via dell'autorizzazione ministeriale, infatti, non solo poteva produrre illecite ingerenze, ma non era dotata di celerità; più opportuno, invece, sarebbe stato inserire un controllo da parte dell'autorità giudiziaria¹⁰⁹.

Nel 1925, inoltre, fu presentato un ulteriore progetto da parte del Consiglio Superiore dell'Economia nazionale¹¹⁰, che stabiliva una specifica composizione dell'assemblea in sede di emissioni delle azioni privilegiate nel voto, alle quali non potevano attribuirsi più di 5 voti. Queste azioni dovevano essere necessariamente nominative, interamente liberate al momento della sottoscrizione e non quotate nelle Borse. Il Vivante, inoltre, modificando l'originale proposta, aveva aggiunto da una parte che le azioni a voto plurimo fossero postergate nel pagamento degli utili e del capitale,

¹⁰⁶ Si segnala, però, sul punto il parere contrario di SCIALOJA il quale, da ciò che si evince nelle opere citate, riteneva che pur in un siffatto sistema fosse possibile il verificarsi di conflitti interni tra sindaci ed amministratori capaci di paralizzare l'attività sociale.

¹⁰⁷ *Progetto dell'Associazione Bancaria*, in *Diritto e pratica commerciale*, 1925, p. 86, SCIALOJA A., *op. cit.*, p. 30ss.

¹⁰⁸ Relazione al progetto dell'Associazione Bancaria, in *Rivista bancaria*, 1925, p. 49; SCIALOJA A., *op. cit.*, p. 30ss.

¹⁰⁹ ELENA N., *op. cit.*, p. 187.

¹¹⁰ Progetto del Consiglio Superiore dell'Economia Nazionale, in *Riv. Dir. Comm.*, 1925, I, 437; SCIALOJA A., *op. cit.*, pp. 30ss; ELENA N., *op. cit.*, p. 189.

dall'altra che non potessero costituirsi con gli utili riserve diverse da quella legale se non fosse prima stato distribuito ai possessori di azioni ordinarie l'interesse legale¹¹¹. Sul punto si è espresso in modo contrario lo Scialoja, sostenendo che “in verità quello che importa sì e di concedere alle azioni ordinarie un privilegio nei confronti delle azioni privilegiate. Se le azioni privilegiate abusando del loro potere, vorranno privare se stesse di dividendi pur di non darne alle azioni ordinarie (ipotesi già di per sé anormale), e costituire riserve speciali, palesi od occulte, nessun danno ne avranno in definitiva le azioni privilegiate anche nella divisione del patrimonio¹¹²”.

Il Vivante, poi, eliminava, nella propria proposta, dall'originario testo la norma che regolava il trasferimento delle azioni a voto plurimo, che originariamente era permesso solo ove l'acquirente fosse a sua volta socio privilegiato, mentre negli altri casi era richiesto il consenso dell'assemblea delle azioni ordinarie¹¹³. Il progetto modificato dal Vivante, inoltre, prevedeva che il voto privilegiato non poteva essere espresso nelle deliberazioni assembleari aventi ad oggetto la nomina dei sindaci, nelle assemblee convocate sensi dell'articolo 153 del Codice del Commercio da parte del tribunale, nelle deliberazioni riguardanti il cambiamento dell'oggetto sociale, la riduzione del capitale, lo scioglimento anticipato o la liquidazione della società stessa. Merita, infine, di essere ricordata la disposizione finale del progetto la quale stabiliva che sui titoli venisse indicato il numero delle azioni a voto plurimo ed il numero delle azioni ordinarie, oltre che il numero dei voti attribuiti all'azione. In tal modo si cercava di dare pubblicità al privilegio.

14. Il Codice Civile del 1942.

Dopo la conclusione della prima guerra mondiale fiorirono le iniziative per la riforma dei codici e, in particolare del codice di commercio, riforma questa resa sempre più necessaria dal moltiplicarsi degli scambi. I lavori della commissione nominata per dare vita alla riforma condussero al codice del 1942.¹¹⁴

¹¹¹ Si veda ELENA N., *op. cit.*, p. 191, il quale non condivideva tale ultima asserzione del Vivante, poiché essa impediva che in determinati periodi, specialmente di crisi prevedibili, le società potessero ricorrere a riserve precostituite diligentemente dagli amministratori proprio per far fronte a tali situazioni, ponendo questi ultimi al riparo da qualsivoglia responsabilità tramite la norma legislativa.

¹¹² ELENA N., *op. cit.*, pp. 189ss.

¹¹³ ELENA N., *op. cit.*, pp. 189ss.

¹¹⁴ ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCIANO N., “*Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo*”, in *Quaderni giuridici Consob*, 2014.

In questo contesto si è inserito il dibattito, che ha interessato sia la dottrina che la giurisprudenza, circa la possibilità di fare ricorso alla creazione di azioni privilegiate nel voto, ossia azioni a voto plurimo. Di esso tenne conto la commissione che ebbe il compito di formulare proposte di modifica al fine di attuare la revisione del Codice di Commercio, posto che: *i*) la giurisprudenza ormai era concorde nel ritenere legittima l'emissione di azioni che attribuivano più di un voto al loro possessore, a patto che vi fosse un controllo da parte dell'autorità giudiziaria in sede di autorizzazione alla creazione di tali azioni, così da porre gli azionisti tutti, ma soprattutto coloro che avrebbero detenuto azioni ordinarie, in salvo rispetto ad un ricorso indisciplinato alle stesse; *ii*) gli ambienti imprenditoriali ritenevano necessario che le azioni a voto plurimo fossero nominative, attribuibili solo a cittadini italiani¹¹⁵. Nel medesimo contesto storico si diffuse un atteggiamento di favore verso la possibilità di introdurre nel nostro ordinamento azioni aventi voto limitato¹¹⁶.

Il legislatore, al fine di agevolare la circolazione delle azioni nel Codice Civile del 1942 delineò un sistema improntato al principio “un'azione un voto”. È fondamentale il disposto dell'articolo 2351 del codice civile. Vero è che l'2348 c.c. prevedeva la possibilità di creare categorie di azioni differenti da quelle ordinarie, così discostandosi parzialmente dal principio appena espresso, ossia azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti (solo laddove la quantità di capitale sociale rappresentato da queste classi di azioni non sia superiore alla metà del patrimonio complessivo), ma proibiva (e così è stato fino alla riforma del 2014) esplicitamente l'emissione di azioni a voto plurimo.

Il caposaldo del codice civile del 1942, divenne, *in primis*, il principio dell'uguaglianza dei diritti incorporati all'interno dei titoli azionari (un concetto di *democracy* interna alla società su cui ci soffermeremo in seguito); se, infatti, ogni azione forniva lo stesso capitale alla società, in egual misura dal possesso di ogni azione doveva derivare la stessa quantità di diritti e doveri. In secondo luogo, si affermò il principio in base al quale il diritto ad utili maggiori e l'esercizio di un numero maggiore di voti dovesse essere correlato ad una maggiore immissione di capitale nella società; il soggetto che, apportando maggior capitale, andasse incontro ad un rischio maggiore rispetto agli altri

¹¹⁵ UNGARI P., “*I precedenti storici del vigente diritto delle società per azioni*”, in *Ricerca sulle società commerciali*, Collana dei quaderni di studi di legislazione della Camera dei deputati, Roma, 1968, p. 41 e ss.

¹¹⁶ BIONE M., “*Le azioni*”, in *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1991, p. 53.

soci veniva “ricompensato” attraverso un maggiore potere decisionale e il diritto a maggiori dividendi¹¹⁷.

Il legislatore, in breve, introducendo azioni a voto limitato, aveva creato un ulteriore strumento attraverso il quale ottenere, seppure solo quanto a deliberazioni su determinati argomenti, gli stessi effetti che potevano essere generati attraverso la creazione di azioni a voto plurimo; allo stesso tempo, però, aveva posto un freno alle preoccupazioni particolarmente diffuse circa una concentrazione dei pacchetti azionari ed una loro cristallizzazione nel tempo, che si sarebbe consolidata in seguito alla previsione legislativa di azioni privilegiate nel voto, determinando una impossibilità nell’attuazione di scalate societarie, che avrebbe comportato una incompatibilità con i meccanismi delle borse ed un rallentamento nella circolazione dei titoli azionari¹¹⁸.

¹¹⁷ COTTINO G., *Diritto Commerciale*, Vol. I, Cedam, 1994, p. 273.

¹¹⁸ ALVARO S., CIAVARELLA A., D’ERAMO D., LINCiano N., *op. cit.*

Capitolo II

L'evoluzione della *dual class shares structure* americana e gli studi sulla meritevolezza della *dual class shares structure*.

SOMMARIO: 1. Primi allontanamenti del mercato statunitense dal principio *one -share one-vote*. - 2. L'incremento dell'uso della *dual class structure* negli anni '80. - 3. La *rule 19C-4*. - 4. Gli eventi successivi alla formulazione della *rule 19C-4*. - 5. L'evoluzione delle *dual class shares* in Canada. - 6. I vantaggi dell'uso di una *dual class shares structure*. - 7. Gli svantaggi dell'uso di una *dual class shares structure*: A) alcune premesse necessarie. - 8. Segue: B) l'allontanamento dalla *corporate democracy*. - 9. Segue: C) l'argomento delle possibili lesioni ai diritti degli *shareholders* e del conflitto di interessi. - 10. Gli effetti dell'uso di una *dual class structure*. - 11. L'evoluzione delle azioni a voto "multiplo" nel diritto europeo. - 12. La situazione attuale all'interno dei diversi ordinamenti: paesi con minori restrizioni. - 13. La situazione attuale all'interno dei diversi ordinamenti: paesi con maggiori restrizioni. - 14. La situazione attuale all'interno dei diversi ordinamenti: paesi che vietano il ricorso alla *dual class structure* per le società quotate nei mercati regolamentati. - 15. Un caso particolare: il voto doppio in Francia. - 16. Il sistema tedesco. - 17. *Dual class IPOs* delle società cinesi sui mercati statunitensi.

1. Primi allontanamenti del mercato statunitense dal principio *one -share one-vote*.

Ben diverso era il quadro normativo che si era andato delineando all'interno dei paesi di *common law*. Le deviazioni dal principio *one-share one-vote* sono state nel diritto di questi paesi più comuni di quello che si possa pensare. Seppure la percezione è che la regola un'azione un voto sia il principio essenziale della *corporate law*, in realtà, prima dell'adozione dei *general incorporation statutes* nella metà del 1800, poche società adottavano la *one-share one-vote rule*¹¹⁹, molte società offrivano un voto per ciascun azionista senza alcun riguardo al numero delle azioni che possedevano, altre sceglievano

¹¹⁹ DAVIS J.S., *Essays in the earlier history for American corporations*, Harvard University Press, 1917.

una formula in base alla quale il numero di voti diminuiva all'aumentare delle partecipazioni possedute¹²⁰.

Nel 1898 la *International Silver Company* ha autorizzato l'emissione di venti milioni di azioni, di cui nove milioni *preferred* (con diritto di voto) e undici milioni di *non-voting common shares*¹²¹, poi, nel 1902, alle *common stock* è stato attribuito il diritto di voto (un voto ogni due azioni possedute)¹²². Nel 1925 la *Dodge Brothers* ha emesso un milione e mezzo di azioni prive del diritto di voto (Classe A), così che l'*Investment bank of Dillon, Read and Co.* ha mantenuto il controllo della società possedendo solo 250.001 azioni di Classe B; su un totale di centotrenta milioni di dollari, la controllante ha effettuato un investimento di poco più di due milioni¹²³. Le società si allontanavano dalla regola del *one-share one-vote*, poiché, se questa rappresentava una sorta di regola di *default*¹²⁴, non vi era nessun divieto in tal senso¹²⁵.

Una svolta sembra esserci con il famoso discorso del Professor Ripley, docente presso l'*Harvard University*, che si è dichiarato apertamente contrario all'avvento delle *preferred shares* e di un sistema con pluralità di classi di azioni; il suo pensiero può essere riassunto nella seguente frase “*Yet the plan bears every appearance of a bald and outrageous theft of the last time of responsibility for management of the actual owners by those who are setting up these latest financial erections. Isn't it the prettiest case ever known of having a cake and eating it too?*”¹²⁶.

Non è casuale che nel 1926 il *New York Stock Exchange* (NYSE) ha disapprovato l'emissione di azioni prive del diritto di voto affermando che “*without at this time*

¹²⁰ DAVIS J.S., *op. cit.*; DODD E.M., *American Business Corporations until 1860*, Harvard University Press, 1954; BAINBRIDGE S., *Understanding dual class stock part I: an historical perspective*, in <https://www.professorbainbridge.com>, 2017.

¹²¹ HOWELL J.W., *The survival of the U.S. dual class share structure*, in *Journal of Corporate Finance*, 2017, pp. 440-450.

¹²² STEVENS W.H., *Stockholders' voting rights and the centralization of voting control*, in *Quarterly Journal of economics*, Oxford, 1926, pp. 61-80.

¹²³ SELIGMAN J., *Equal protection in shareholder voting rights: the one common share, one vote controversy*, in *George Washington Law Review*, 1986, pp. 687-725; LOOMIS & RUBMAN, *Corporate Governance in Historical perspective*, in *Hofstra Law Review*, 1973, pp. 152-153.

¹²⁴ La *New York's general corporation law*, ad esempio attribuiva a ciascun azionista un voto salvo che non fosse diversamente.

¹²⁵ STEVENS W.H., *op. cit.*, pp. 353-354; BRUDNEY V. E CHIRELSTEIN M.A., *Case and materials on Corporate Finance*, Foundation press, 1987, pp. 224-226.

¹²⁶ RIPLEY W.Z., *Main Street and Wall Street*, in *The American Economic Review*, Vol. 18, I, American Economic Association, 1928, pp. 123-125; per il Prof. Ripley le azioni senza voto costituivano una “*crowning infamy*”, solo un modo per i fondatori di mantenere il controllo della società per sè stessi.

attempting to formulate a definite policy, attention should be drawn to the fact that in the future the Committee, in considering applications for the listing of securities, will give careful thought to the matter of voting control"¹²⁷, e nel febbraio dello stesso anno il Presidente Calvin Coolidge ha invitato il Prof. Ripley ad un colloquio per discutere della questione¹²⁸.

Nonostante ciò, il NYSE non ha mai proibito l'emissione di azioni senza voto fino al 1940 e fino al 1985 ha mantenuto tale divieto, salvo limitate eccezioni, tra le quali merita esser ricordato il caso della Ford Motor Company¹²⁹. Il caso Ford, a dire il vero, più che rappresentare un'eccezione al divieto, mostra un elegante e ben riuscito aggiramento dello stesso: la società, infatti, non emise azioni prive del diritto di voto, bensì azioni con diritto di voto inferiore rispetto alle *Class B stocks* detenute dalla famiglia fondatrice, che ha controllato la società possedendo solo il 5,1% del capitale¹³⁰.

L'atteggiamento di altri mercati statunitensi è stato, però, meno tradizionalista: l'*American Stock Exchange* (AMEX) ha proibito la negoziazione di azioni prive del diritto di voto solo nel 1972, ma già nel 1976 ha rivisto il divieto da poco imposto per consentire la quotazione dei *Wang Laboratories* (la cui *application* era stata rifiutata dal NYSE); l'AMEX ha rivisto il divieto emettendo un *policy statement* con il quale ha enunciato la nota *Wang formula*, i cui punti chiave possono così essere riassunti: *i*) i titolari di azioni con diritto di voto limitato dovevano poter eleggere almeno il 25% dei membri del consiglio di amministrazione; *ii*) non potevano essere attribuiti più di 10 voti per ciascuna azione; *iii*) non potevano essere emesse azioni aggiuntive che diluissero la partecipazione degli azionisti con voto limitato; *iv*) gli azionisti con *superior voting rights*

¹²⁷ HOWELL J.W, *op. cit.*; SELIGMAN J., *op. cit.*

¹²⁸ *President studies non-voting stock*, in *New York Times*, 17.2.1926; l'articolo recitava come di seguito: "*The Federal Government is now studying the question of the organization of enterprises which issue non-voting stock to the public and hold control through a small issue of voting or class B stock. President Coolidge is himself looking into the question and the Department of Justice is conducting an inquiry to determine whether interstate commerce laws have been violated. These studies have reached no conclusion, but there is a probability that the Administration may recommend legislation to meet the alleged abuses, if such correction should be within the purview of the government. That he might get expert opinion on the subject, President Coolidge yesterday summoned Professor W. Z. Ripley, the Harvard economist, and discussed with him his article and speeches upon the Class B and Class A stocks. Professor Ripley's criticism of the system before the American Academy of Political Science some months ago and in subsequent magazine articles, helped focus attention upon voteless stock operations and stirred the New York Stock Exchange to action*".

¹²⁹ SELIGMAN J., *op. cit.*

¹³⁰ SELIGMAN J, *op. cit.*; proprio a causa del divieto, Seligman ha sottolineato che nel 1985 solo dieci società quotate al NYSE possedevano un'articolazione su due classi di voto.

avrebbero perso questi ultimi laddove le azioni possedute fossero scese al di sotto di una data percentuale; v) le azioni con diritto di voto limitato dovevano essere preferite nella distribuzione dei dividendi. Ciò ha comportato un aumento del numero di società con una *dual class structure* quotate all'AMEX: se nel 1976 sono state 37, nel 1985 hanno raggiunto il numero di 60 (su 785, ovvero approssimativamente il 7%¹³¹).

2. L'incremento dell'uso della *dual class structure* negli anni '80.

Negli anni '80 l'uso della *dual class shares structure* nel mercato americano ha subito un incremento, poiché, ricorrendo a tale tecnica, le società, specie quelle gestite dalle famiglie fondatrici, hanno trovato uno strumento efficiente contro le scalate ostili¹³².

Le *Class B shares*, infatti, presentano già all'epoca delle precise caratteristiche: a) non sono trasferibili; b) possono essere convertite in *common shares*, divenendo liberamente trasferibili; c) hanno un ampio numero di voti, normalmente dieci e sono distribuite come fossero dei dividendi; d) l'essere portatrici di maggiori voti è compensato da una riduzione dei diritti ai dividendi.

Emblematico esempio di ricapitalizzazione effettuata a tale scopo, al termine della quale la struttura della società che è stata modificata prevedendo una *dual class shares structure*, è quella operata dalla *General Cinema Corporation*: il progetto di ricapitalizzazione prevedeva che le *Class B shares* avessero 10 voti ciascuna e sostituissero le *common share* dei sottoscrittori, avendo, però, diritto a dividendi in misura inferiore rispetto alle azioni ordinarie; in aggiunta, inoltre, alle *Class B shares* potevano essere portatrici di 10 voti solo se il 15% delle *common stocks* era detenuto da azionisti che agivano in accordo tra loro e solo ove i *directors* potessero essere nominati unicamente dal consiglio di amministrazione.

¹³¹ SELIGMAN J., *op. cit.*

¹³² GILSON R., *The law and finance of corporate acquisition*, Foundation press, 1986, pp. 255-500; GILSON R., *Supplement to the law and finance of corporate acquisition*, Foundation press, 1993, pp. 2-120; il consiglio d'amministrazione, secondo Gilson, può ottenere il controllo e, di conseguenza, difendersi dalle scalate ostili in due modi: o attraverso il *leveraged buyout*, oppure attraverso una *dual class structure*, ma mentre la prima opzione li pone dinanzi alla necessità di aumentare i loro investimenti nella società, la seconda li priva solo dei dividendi, posto che, in sistema di *dual class shares*, le *common shares* sono dotate di maggiori diritti sui dividendi rispetto alle *superior shares*. A parte queste differenze, i due meccanismi per Gilson sono sostanzialmente identici a livello funzionale.

Nonostante le *Class B shares*, però, sarebbero state offerte non pubblicamente e trasferite solo tra i membri della famiglia fondatrice, la ricapitalizzazione è stata comunque approvata dagli azionisti dato che il Presidente, da solo, deteneva il 29% delle azioni (prima della ricapitalizzazione) e che i soggetti detentori delle *common shares* sono stati favorevoli alla manovra poiché attratti dai maggiori dividendi attribuiti alle loro partecipazioni¹³³. In linea generale, dunque, la tendenza è stata quella di concentrare i voti nelle mani degli amministratori, dato che, nella maggioranza dei casi, anche prima della ricapitalizzazione essi erano già in possesso della maggioranza dei diritti di voto¹³⁴.

È al fine di rendersi più competitivo nei confronti dell'AMEX e del *Natinal Association of Securities Dealers* (NASD), che il NYSE ha deciso di rivedere, almeno parzialmente il proprio divieto e, in seguito alle pressioni governative volte ad unificare i requisiti di negoziazione dei tre principali mercati statunitensi, sono iniziate una serie di trattative, al termine delle quali il NYSE ha modificato le regole per l'ammissione a quotazione, stabilendo che avrebbe ammesso le società la cui ricapitalizzazione a mezzo di *Class B shares* fosse stata decisa con l'approvazione della maggioranza degli azionisti e della maggioranza dei *directors* indipendenti.

Il dibattito sorto dietro le spinte uniformiste del governo e le vicende dei mercati hanno condotto la *Securities and Exchange Commission* (SEC) a proporre nel 1988 la *rule 19C-4*, la cui attuazione è stata approvata dalla commissione con il favore di quattro voti su cinque (di cui diremo meglio in seguito).

Nel vigore della *rule 19C-4* la SEC ha proibito ai mercati e al *National Association of Securities Dealers Automated Quotation System* (NASDAQ) di approvare la quotazione e la negoziazione di azioni cui era attribuito più di un diritto di voto, consentendo, però, alle società di immettere sul mercato azioni con meno di un voto, permettendo, inoltre, che continuassero ad essere negoziati i titoli delle società con azioni con diversi *voting rights*. La Commissione ha argomentato tale divieto ritenendolo

¹³³ *General Cinema board seeks new stock class to discourage suitors*, in *Wall Street Journal*, 14.11.1984; *General Cinema Corp., begins exchange offer for new class B stock*, in *Wall Street Journal*, 2.1.1985.

¹³⁴ DE ANGELO & DE ANGELO, *Managerial ownership of voting rights: A study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock*, in *Journal of Financial Economics*, 1985, pp. 33-69.

necessario per la difesa degli azionisti, che sarebbero stati altrimenti costretti ad accettare ricapitalizzazioni che portavano ad una *dual class shares structure*¹³⁵.

3. La rule 19C-4.

Utile al fine di una maggiore chiarezza è soffermarsi sulle cause che condussero all'emanazione della rule 19C-4

I principali mercati americani, come abbiamo appena detto, hanno rigettato le richieste di quotazione da parte delle società con *dual class shares structure*, che, però, hanno deciso di rivolgersi ai mercati secondari. In special modo il NYSE ha, da subito, preso posizione contro l'allontanamento dalla *one-share one vote-rule*, ma se questa decisione inizialmente non ha intaccato il livello di competitività del mercato newyorkese tra gli altri *exchanges*, successivamente, a causa delle pressanti richieste da parte delle società già quotate e per evitarne quindi la fuga verso i mercati secondari, è stata oggetto di una revisione e della richiesta alla SEC di approvare una nuova regola che consentisse la quotazione ove la maggioranza dei *directors* indipendenti e degli *shareholders* fosse a favore della ricapitalizzazione.

A questo punto la Commissione poteva solo agire in tre modi: *i)* approvare la richiesta del NYSE, garantendo la competitività del mercato; *ii)* vietare la modifica, danneggiando la competitività del mercato; *iii)* adottare una regola che valesse per ogni mercato regolamentato. Nonostante gli incontri con i rappresentanti dei tre principali mercati regolamentati americani, però, la SEC ha deciso di intraprendere la terza via, enunciando una regola valida per tutti gli *exchanges*.

La *rule 19C-4* ha proibito soltanto le ricapitalizzazioni delle società volte a annullare o restringere i diritti di voto delle azioni già esistenti, distinguendo i progetti di ricapitalizzazione in tre macro-gruppi: *i) presumptively prohibiting some*, *ii) presumptively permitting others* e *iii) leaving still more for case-by-case analysis*¹³⁶.

¹³⁵ BAINBRIDGE S.M., *The short life and resurrection of Sec Rule 19C-4*, in Washington University Law Quarterly, 1991, pp. 565-634.

¹³⁶ *Security Exchange Act Release No. 25-891*, 7.7.1988, in *Federal security law report of the U.S.*, 84,247-89,208.

Quanto al primo gruppo, la Commissione, nell'affermare il nuovo assunto normativo, vi ha incluso i *time-phased voting rights plan*, i *capped voting plans*¹³⁷, le quotazioni di azioni ove ciascuna singola azione di nuova emissione fosse destinata ad avere più diritti di voto delle azioni già esistenti e le ricapitalizzazioni attuate mediate trasformazione delle azioni aventi pieni diritti di voto in azioni con minori diritti di voto. La decisione della SEC di proibire le ricapitalizzazioni tendenti a creare una *dual class structure* si è basata anzitutto sul presupposto di tutelare gli azionisti, specie perché il *management* avrebbe avuto, da una parte, il potere di mettere pressione sui grandi azionisti affinché approvassero la ricapitalizzazione e, dall'altra, sugli investitori istituzionali (banche e finanziatori) affinché la supportassero¹³⁸.

Secondariamente la SEC ha visto nell'attribuzione di maggiori dividendi alle azioni senza diritto di voto o a voto limitato un mezzo per ottenere il favore degli azionisti che, altrimenti, non avrebbero mai approvato la ricapitalizzazione¹³⁹. Infine, ha considerato che la creazione di una *dual class shares structure* avrebbe aumentato il rischio di un conflitto di interessi nell'attività degli amministratori, come meglio diremo in seguito.

Quanto ai progetti di ricapitalizzazione consentiti, la Commissione li ha enumerati ricomprendendovi l'emissione di azioni con differenti diritti di voto in una IPO, l'emissione successiva di una nuova classe di azioni con diritti di voto inferiore e l'emissione di azioni con minori diritti di voto nelle fusioni o acquisizione *a bona fide*¹⁴⁰; nessuna di queste modalità avrebbe fatto sorgere rischi di conflitto di interessi in capo all'organo di amministrazione della società poiché gli investitori erano già stati messi a

¹³⁷ Una ricapitalizzazione attuata tramite *time-phased voting plan* attribuisce maggiori diritti di voto come premio per aver mantenuto il possesso delle stesse per un certo lasso di tempo, ossia le cosiddette *loyalty share*. Una ricapitalizzazione attuata tramite *vote capping* impone un limite (tetto) ai diritti di voto dei grandi azionisti, aumentando il potere di voto dei soggetti che detengono un minor numero di azioni; KRAAKMAN R., ARMOUR J., DAVIES P., ENRIQUES L., HANSMANN H., HERTIG G., HOPT K., KANDA H., PARGENDLER M., RINGE W.G., ROCK E., *The anatomy of corporate law, A comparative and functional approach*, Oxford University press, 2017 (*third ed.*), pp. 80ss.

¹³⁸ *Security Exchange Act Release No. 25-891*, 7.7.1988, *op. cit.*, 88,773.

¹³⁹ *Security Exchange Act Release No. 25-891*, 7.7.1988, *op. cit.*, 89,216; RUBACK R.S., *Coercive Dual class exchange offers*, in *Journal of Financial Economics*, 1988, p. 153; GORDON J.N., *Ties that bound: Dual class common stock and the problem of shareholders choice*, in *Corporate law and economic analysis*, Cambridge, 1990, pp. 74-117.

¹⁴⁰ *Security Exchange Act Release No. 25-891*, 7.7.1988, *op. cit.*, 89,219-220.

conoscenza del fatto che il prezzo delle azioni sul mercato era inferiore poiché le stesse erano portatrici di limitati diritti di voto¹⁴¹.

Quanto ai dividendi, la *rule 19C-4* li ha trattati in modi differenti; da una parte, ha proibito che venissero assegnate maggiorazioni nei dividendi alle *superior stocks*¹⁴², ma, dall'altra, ha permesso l'attribuzione di diritti ai dividendi pari a quelli attribuiti alle *common stock*.

La Commissione, comunque, ha chiarito che la nuova regola non era intesa a proibire le tattiche di difesa contro le scalate ostili in generale, ma solo “*as a disenfranchisement of existing shareholders' voting rights*”¹⁴³.

4. Gli eventi successivi alla formulazione della *rule 19C-4*.

Se il problema iniziale era rappresentato dall'allontanamento dalla regola del *one-share one-vote*, con il cambiamento si aprì un dibattito riguardo al fatto che la Commissione avesse o meno il potere di emanare la *rule 19C-4*, posto che “*conflict of interest transactions traditionally are a matter of state law*”¹⁴⁴. La *Business Roundtable* ha, quindi, impugnato la *rule 19C-4*, ritenendo che tale facoltà, nel rispetto dell'*Exchange Act*, non competesse alla Commissione.

Seguendo le deduzioni della ricorrente, la Corte d'Appello degli US del Distretto di Columbia¹⁴⁵ ha stabilito che formulando tale regola la SEC ha ecceduto nei poteri attribuiti da Congresso quale autorità di vigilanza delle borse valori¹⁴⁶. La Commissione, però, non ha mai impugnato la decisione della Corte d'Appello dinanzi

¹⁴¹ FISCHER D.R., *Organized exchanges and the regulation of dual class common stock*, in *University of Chicago Law Review*, University of Chicago Law School, 1987, pp. 119-152; GORDON J.N., *op. cit.*

¹⁴² *Security Exchange Act Release No. 25-891*, 7.7.1988, *op. cit.*, 89,221.

¹⁴³ *Security Exchange Act Release No. 25-891*, 7.7.1988, *op. cit.*, 89,225.

¹⁴⁴ BAINBRIDGE S.M., *op. cit.*; RUBACK R.S., *op. cit.*

¹⁴⁵ *Business Roundtable*, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990), in <https://casetext.com/case/the-business-roundtable-v-sec>.

¹⁴⁶ Il *Security Exchange Act* attribuisce alla Commissione il potere di vigilare sulla regolamentazione degli scambi al fine di verificare la corretta applicazione dell'*Exchange Act*. Come ha affermato la Corte, formulando la *rule 19C-4* la Commissione ha ecceduto i poteri attribuiti, posto che sotto la *section 19B* le sono attribuiti poteri di solo controllo sulle nuove regole o sui cambiamenti delle regole precedentemente applicate rispetto all'*Exchange Act*; la SEC, dunque, può solo determinare se una proposta soddisfa o meno i requisiti della legge, ma non può entrare nel merito della stessa, né, a maggior ragione, formulare una norma sulla materia dei *voting rights*, posto che l'*Exchange Act* non proibisce ai mercati di regolarli in qualsiasi modo.

alla Corte Suprema, ma ha utilizzato i suoi *raised eyebrow powers*¹⁴⁷ per influenzare i mercati affinché adottassero comunque la previsione invalidata.

Nonostante la pronuncia della Corte, infatti, quando la presidenza della Commissione passò ad Arthur Lewitt, questa è tornata ad occuparsi della questione. Il Presidente Lewitt, così, ha invitato i tre principali mercati ad adottare una politica uniforme circa la possibilità di quotare e negoziare sugli stessi titoli appartenenti a società aventi una *dual class shares structure*¹⁴⁸, suggerendo che i “*Voting rights of existing shareholders of publicly traded common stock registered under Section 12 of the Exchange Act cannot be disparately reduced or restricted through any corporate action or issuance. Examples of such corporate action or issuance include, but are not limited to, the adoption of thime-phased voting plans, the adoption of capped voting rights plans, the issuance of super voting stock, or the issuance of stock with voting rights less than the per share voting rights of the existing common stock through an exchange offer. The above restriction against the issuance of super voting stock is primarily intended to apply to the issuance of a new class of stock, and companies with existing dual class capital structures would generally be permitted to issue additional shares of the existing super voting stock without conflict with this policy*”¹⁴⁹.

Nonostante la decisione della Corte abbia sciolto i dubbi circa la mancanza di potere della SEC sull'argomento in questione, ribadendo che esso è attribuito ai singoli stati¹⁵⁰, i tre mercati statunitensi, sotto la spinta dell'influenza che la Commissione ha sul potere di autoregolamentazione degli stessi, hanno adottato regole parzialmente aderenti

¹⁴⁷ SCHWARZ D.E., *Federalism and Corporate Governance*, in *Ohio State Law Journal*, 1984, pp. 545-589.

¹⁴⁸ BAINBRIDGE S.M., *Revisiting the One Share/One Vote Controversy: The Exchanges' Uniform Voting Rights Policy*, in *Securities Regulation Law Journal*, Warren Gorham Lamont Publication, 1994, pp. 175-219; l'autore ha criticato la richiesta mossa dal Presidente Lewitt, ritenendola problematica per tre differenti motivazioni: *i*) la Commissione ha nuovamente travalicato I poteri attribuiti dal Congresso; *ii*) creare una politica unitaria sui diritti di voto escludeva la possibilità che la stessa divenga oggetto di concorrenza tra i mercati stessi; *iii*) una scelta di questa portata, non basata su richieste provenienti dal mercato, ma imposta da un soggetto regolatore, doveva basarsi su approfonditi studi di tipo economico e giuridico.

¹⁴⁹ *New York Stock Exchange, Uniform Voting Rights Policy – Request for Comment*, 3.2.1994.

¹⁵⁰ La Suprema Corte ha sempre respinto le proposte di unificazione a livello federale della *law of corporations*; nel caso *CTS CORP. V. Dynamic Corp.*, 481 U.S. del 1987 ha infatti affermato che la disciplina con cui ciascuno stato regola l'attività delle società è ad esso attribuito perché le società stesse sono il prodotto della legge del singolo stato. È la legge statale, infatti, che ne disciplina i requisiti per la costituzione, i poteri e i diritti attribuiti agli azionisti, così come i doveri degli amministratori, posto che esiste un interesse specifico degli stati federali nel “*promoting stable relationships among parties involved in the corporations it charters, as well as in ensuring that investors in such corporations have an effective voice in corporate affairs*”.

alla *rule 19C-4*: il NASD ha ammesso alla quotazione le società che introducevano azioni con diritti di voto ridotti durante una *initial public offerings* (IPO), vietando, però, una riduzione dei diritti di voto delle azioni esistenti, sulla scia di quanto già deciso dal NYSE, mentre l'AMEX ha avvicinato la sua regolamentazione a quanto auspicato dalla SEC, introducendo però un'eccezione nell'ipotesi in cui la creazione di azioni a ridotto diritto di voto fosse stata approvata dai due terzi degli azionisti e dalla maggioranza dei *non-insiders*.

Infine, nel 1994 le borse valori statunitensi hanno unificato i loro regolamenti per consentire alle società con *dual class structure* la quotazione, vietando, però, alle stesse di ridurre i voti delle azioni già esistenti, subendo, al contempo, le critiche di chi ha visto questo strumento societario come un mezzo per espropriare gli azionisti di minoranza dei loro diritti. Quando, infatti, nel 2004 Google ha deciso di presentarsi sul mercato con una *dual class shares structure* Monks, attivista per la difesa degli azionisti, ha espresso il proprio disappunto sottolineando che “*It is stupid to have two classes of stock, I think they have been badly advised*”¹⁵¹.

Quel che è certo è che, nonostante da più parti siano arrivate critiche alla *dual class shares structure*, società in numero sempre maggiore hanno iniziato a presentarsi sul mercato con due categorie di azioni¹⁵². Infatti, vi è stato un incremento del numero di società che si sono affacciate sugli *exchanges* con *dual class shares* negli Stati Uniti: se tra il 2006 ed il 2010 tali società erano 46, tra il 2011 ed il 2015 hanno raggiunto un totale di 104. Si è stimato che nel 2018 il valore delle *public companies* quotate sugli *exchanges* negli Stati Uniti con *dual class shares* superasse i cinque trilioni di dollari¹⁵³.

5. L'evoluzione delle *dual class shares* in Canada.

Non dissimili sono le considerazioni che possono essere fatte circa le fasi attraverso cui passa la diffusione delle *dual class shares* in Canada.

L'uso della *dual class shares structure* in Canada si è largamente diffuso a partire dalla seconda metà del secolo scorso, probabilmente a causa delle mutazioni dei valori

¹⁵¹ *Google and the establishment set to clash*, in *Financial Times*, 1.5.2004.

¹⁵² GORDON J.N., *op. cit.*

¹⁵³ JACKSON R., *Perpetual dual class stock: the case against Corporate Royalty*, *US Securities and Exchange Commission*, in <https://www.sec.gov/news/speech/perpetual-dual-class-stock-case-against-corporate-royalty>, 2018.

del mercato, assai rilevanti in quel periodo, che hanno incoraggiato l'iniziativa privata, conducendo ad alcune modifiche legislative che “*increasingly allowed corporations to vary the one vote per share allocation through their by-laws or articles of incorporation*”¹⁵⁴. L’*Ontario Joint Stock Companies’ Patent Act*, ad esempio, aveva stabilito che nelle assemblee degli azionisti a ciascun socio sarebbe spettato un numero di voti pari alle azioni possedute, salvo che lo statuto della società non prevedesse diversamente¹⁵⁵. Una diffusione apprezzabilmente rilevante nel mercato canadese di società con *dual class shares* è iniziata, comunque, solo a partire dagli anni settanta del secolo scorso. Nel 1975 solo il 5% delle società quotate sul Toronto Stock Exchange aveva utilizzato tale struttura organizzativa/finanziaria; nel 1987 il loro numero era aumentato fino al 15% e nel dicembre del 1995 aveva raggiunto circa il 29,2% delle 413 società quotate sul TSX aveva una *dual class structure*¹⁵⁶. Probabilmente l’abolizione dell’*Inheritance Tax* nel 1972 ha favorito il diffondersi delle *dual class shares* in Canada poiché le famiglie sono state incoraggiate a mantenere il controllo delle società da esse fondate, potendo trasferirlo ai loro eredi senza alcun costo¹⁵⁷.

Nel 2005 il 25% delle società quotate sul TSX aveva mantenuto una *dual class shares structure*; tra esse vi erano le principali società canadesi, tra cui la Four Seasons Hotels Inc., la Roger Communications Inc., la Magna International Inc., la Bombardier Inc, la Telus Corp. e la Quebecor¹⁵⁸. Per esempio, la Stronach Family controllava il 66% dei voti della società possedendo solo lo 0.6% delle azioni¹⁵⁹. La questione riveste una fondamentale importanza perché in Canada è molto diffuso tra i cittadini l’acquisto di azioni sui mercati, poiché essi lo considerano un modo sicuro per accumulare risparmi per la pensione¹⁶⁰.

¹⁵⁴ BEN-ISHAI S., PURI P., *Dual class shares in Canada: a historical analysis*, in *Dalhousie Law Journal*, 2006, pp. 117-157.

¹⁵⁵ BEN-ISHAI S., PURI P., *op. cit.*, p. 122.

¹⁵⁶ Second Class Investors, *The use and abuse of subordinated shares in Canada*, in https://www.share.ca/files/Second_Class_Investors.pdf, 2004.

¹⁵⁷ MORCK R. PERCY M., TIAN G., YEUNG B., *The rise and fall of the widely held firm: a history of Canadian corporate ownership*, in *A history of Governance around the world: family business groups to professional managers*, Chicago University Press, 2005, pp. 65-145.

¹⁵⁸ GRY T., *Dual class share structures and best practices in Corporate Governance*, in *Library of Parliament*, 2005, in <https://publications.gc.ca/collections/Collection-R/LoPBdP/PRB-e/PRB0526-e.pdf>.

¹⁵⁹ KHALIL S., MAGNAN M., *Dual Class Shares: Governance, Risks and Rewards*, in *Ivey Business Journal*, <http://www.iveybusienss journal.com>, 2007.

¹⁶⁰ CIPOLLONE D.P., *Risky Business: A review of dual class share structures in Canada and a proposal for reform*, in *Dalhousie Journal of Legal studies*, 2012, pp. 62-92.

Per comprendere, però, a pieno l'evoluzione delle *dual class shares* in Canada bisogna anche evidenziare che, proprio a causa della marcata natura familiare della compagine azionaria del gruppo di controllo, si è sentita a più riprese la necessità di tutelare gli azionisti, visto che in quasi ogni società di questo tipo i membri della famiglia fondatrice continuano a mantenere il ruolo di Presidente o CEO, o, addirittura, di entrambi¹⁶¹. Tra il 1979 e il 1999 Laurent Beaudoin ha svolto il ruolo di Presidente e CEO della Bombardier Inc., fondata da suo suocero¹⁶²; ma l'esempio più rilevante è quello di Conrad Blck della Hollinger Inc., che, allo stesso tempo, ha svolto il ruolo di CEO, Presidente e *controlling minority shareholder*, tristemente noto per esser stato condannato per aver sottratto 400milioni di dollari alle società di cui era amministratore. Tale circostanza ha alimentato i dubbi circa la meritevolezza di una *dual class shares structure*, dato che essa pone evidenti problemi di conflitto di interessi degli amministratori, non sempre gestibili tramite gli strumenti di controllo interni affidati agli azionisti¹⁶³ (come diremo in seguito).

I controlli esterni operati dal mercato azionario che si autoregola, inoltre, sembrano non essere sempre sufficienti a garantire una tutela degli azionisti ove la società abbia una *dual class shares structure*. Nel 2003, ad esempio, alla famiglia Bombardier, vista la situazione complicata in cui versava la società, è stata fatta un'offerta da un bilione di dollari perché rinunciasse alla *dual class shares structure*; nonostante la situazione la Bombardier family ha deciso di rifiutare l'offerta e di emettere nuove *subordinated voting shares* ad un prezzo di poco superiore a quello delle *common shares* nelle ultime cinquantadue settimane di negoziazione. In questo modo gli azionisti di minoranza hanno subito una diluizione della loro partecipazione, mentre la famiglia fondatrice ha continuato a mantenere il controllo della società.

Nonostante questi avvenimenti, però, le restrizioni imposte per la quotazione di società con *dual class shares* sono davvero limitate; l'Ontario Securities Commission, ad esempio, richiede che agli azionisti possessori di azioni con minori diritti di voto sia garantita la conoscenza delle stesse informazioni fornite agli azionisti portatori di *superior shares* e che sia agli stessi garantito il diritto di partecipare alle assemblee degli azionisti; in aggiunta è richiesta l'approvazione della maggioranza dei *minority*

¹⁶¹ LA PORTA R., LOPEZ DE SILANES F., SHEIFER A., VISHNY R., *Corporate ownership around the world*, in *Journal of Finance*, The American finance Association, 1999, pp. 471-517.

¹⁶² Second Class Investors, *The use and abuse of subordinated shares in Canada*, *op. cit.*

¹⁶³ CIPOLLONE D.P., *op. cit.*

shareholders per l'approvazione di una riorganizzazione o riclassificazione delle *common shares* in azioni con diritto di voto ridotto; infine, è prevista la presenza della cosiddetta *coat-tail*, ossia le offerte di acquisto che riguardano le *superior shares* e che determinerebbero l'acquisizione del controllo della società devono essere accompagnate da un'offerta per l'acquisto delle *inferior shares* ai medesimi termini e condizioni delle prime¹⁶⁴.

La *coat-tail provision*, però, non sempre raggiunge l'obiettivo di tutela degli azionisti di minoranza, perché, oltre a dover essere prevista dallo statuto (e le società quotate prima che l'OSC predisponesse tale limitazione ne sono prive) se, ad esempio, l'acquisto viene effettuato da più parti, ciascuna delle quali non può assumere il controllo della società, tale disciplina non trova applicazione.

Le vicende che hanno interessato la Magna International Inc. hanno amplificato il dibattito; nel 2010 il *management* della società ha chiesto al *trust* Stonach se volesse abbandonare la sua posizione di *controlling minority shareholder* abbandonando la *dual class shares structure*¹⁶⁵. Il Consiglio di amministrazione della società, così, ha creato un comitato di *independent directors* per studiare la proposta. Lo Stonach Trust ha affermato che avrebbe portato a termine l'operazione solo se le *superior shares* fossero state acquistate ad un prezzo al 1800% superiore rispetto al valore delle *inferior shares*; per tale ragione, quindi, il comitato non ha potuto dare parere favorevole all'operazione perché ciò avrebbe richiesto un'eccessiva diluizione del patrimonio della società.

La questione è, quindi, stata sottoposta alla Ontario Securities Commission; in questo caso, però, non solo lo statuto della società non prevedeva alcuna *coat-tail*, ma, anche laddove essa fosse stata prevista, non sarebbe stata applicabile, posto che l'acquisto non veniva effettuato da soggetti terzi che volevano avere il controllo della società, ma dalla società stessa. La OSC, così, ha affidato la decisione agli azionisti, purché adeguatamente informati sulla questione, che il 23 luglio dello stesso anno hanno approvato la proposta con il 75,3% dei voti favorevoli¹⁶⁶.

¹⁶⁴ Second Class Investors, *The use and abuse of subordinated shares in Canada*, op. cit.

¹⁶⁵ TUZYK J., KOZUB C., *Ontario Court approves Magna's Plan of Arrangement*, in *Blakes Bulletin*, 25.8.2010, <http://www.blakes.com>; Hoffman J.M., *Court Approval of Plan of Arrangement: The Magna Decision*, in <https://www.millerthomson.com/en/publications/communiqués-and-updates/securities-practice-notes/winter-2011/court-approval-of-plan-of-arrangement-the/>, 2010.

¹⁶⁶ REITER B., *Lessons from Magna*, in *Lexpert Magazine*, 2010, in <https://www.mondaq.com/canada/corporate-governance/112784/lessons-from-magna>.

Il numero delle società con *dual class shares* quotate sul TSX è sempre in aumento; queste erano solo quattro nel 2019, sette nel 2020 e, ad oggi, dodici; il recentissimo caso della Rogers Communications Inc. ha condotto alla formulazione di una richiesta di modifica al Governo Canadese da parte della *Canadian Coalition for Good Governance* (CCGG), che riunisce e rappresenta 54 dei maggiori investitori istituzionali in Canada che, ad oggi, gestiscono circa tre trilioni di dollari in *assets*. Nel caso della Rogers Communications Inc., infatti, il trust di famiglia detiene oltre il 97% delle azioni con diritto di voto e gli azionisti non possono votare sulle modifiche al consiglio di amministrazione¹⁶⁷.

6. I vantaggi dell'uso di una *dual class shares structure*.

La dottrina giuridica ed economica, soprattutto americana, data l'importanza che la questione ha da lungo tempo assunto, si è interrogata sui vantaggi e sugli svantaggi che possono derivare alla società ed agli azionisti che scelgono di adottare una struttura ove il naturale legame tra il possesso delle azioni e i diritti di voto collegate alle stessa subiscono un'alterazione.

Una delle motivazioni che spinge le società a non decidere di quotarsi sul mercato è la possibilità per gli imprenditori/fondatori di perdere il controllo della stessa¹⁶⁸. L'ingresso della società nel mercato, si sottolinea, porta con sé due vantaggi: da una parte, la possibilità per gli *insiders* di avere nuova liquidità da investire in altre attività, producendo, quindi, ulteriore ricchezza¹⁶⁹; dall'altra parte, fa sì che gli acquirenti possono investire “*in many innovative companies that may outperforme the market*”¹⁷⁰; infine, la

¹⁶⁷ GALEA I., *Investors call for limits on dual-class shares in light of Rogers battle*, in <https://www.theglobeandmail.com/business/article-investors-call-for-limits-on-dual-class-shares-in-light-of-rogers/>, 3.11.2021.

¹⁶⁸ BRAU J., FAWCETT S., *Initial public offering: an analysis of theory and practice*, in *Journal of Finance*, The American Finance Association, 2006, pp. 399-436.

¹⁶⁹ GURREA-MARTINEZ A., *Theory, Evidence, and Policy on dual-class shares: a country-specific response to a Global debate*, in *European business organization law review*, Springer, 2021, pp. 475-515; l'autore evidenzia come tale asserzione è valida sia nell'ipotesi di una società non ancora quotata, quanto nell'ipotesi di una società già negoziata in un mercato regolamentato; gli imprenditori/fondatori ricavano, infatti, liquidità non solo direttamente nell'ipotesi di una ricapitalizzazione, ma anche nella fase successiva, ossia quando la società, avendo una struttura non omogenea circa i diritti di voto attribuiti alle azioni, è costretta per tale ragione ad essere più trasparente nei confronti degli azionisti. “*This lower asymmetries of information may lead to a reduction in the company's cost of capital*”.

¹⁷⁰ GURREA-MARTINEZ A., *op. cit.*; CFA Institute, *Dual class shares: the good, the bad and the ugly, a review of the debate surrounding dual-class shares and their emergence in Asia Pacific*, in <http://cfainstitute.org>, 2018.

promozione di nuove quotazioni porta ad uno sviluppo del mercato di cui non beneficiano solo le società e gli investitori, ma anche quei soggetti che ruotano attorno al mondo della finanza (si pensi ad avvocati, banche e *brokers*).

Ricorrere ad una *dual class share structure*, poi, mette gli imprenditori/fondatori nella posizione di poter essi stessi attribuire valore alla società tramite la loro *idiosyncratic vision*¹⁷¹”; basta pensare a tal riguardo a quanto le figure di Mark Zuckerberg o di Steve Jobs siano state e continuino ad essere un’attrattiva per gli investitori¹⁷².

L’uso delle *dual class shares*, inoltre, mette i fondatori e, quindi, gli amministratori in una situazione di protezione nei confronti dei cosiddetti *shareholder activists*, facendo sì che i primi possano portare tranquillamente avanti i loro progetti, specie quelli a lungo termine che richiedono l’impiego di tecnologie innovative e, quindi, la necessità di finanziare un’attività di ricerca che non può dare immediati risultati benefici ma che fa ben sperare di poterne ottenere in futuro¹⁷³. Inoltre, le società che decidono di entrare in un mercato con una *dual class share structure* mettono, comunque, gli investitori dinanzi alla scelta tra l’investire o meno il proprio denaro e, dunque, se questi non si fidano di una siffatta struttura organizzativa, o non apprezzano la figura degli imprenditori/fondatori, possono sempre decidere di non comprare azioni di quelle società o di acquistarle ma solo laddove il loro prezzo sia più basso di un certo valore.

¹⁷¹ GOSHEN Z., HAMDANI A., *Corporate control and idiosyncratic vision*, in *Yale law journal*, The Yale Law Journal Company, 2016, pp. 560-795.

¹⁷² EDMONSTON P., *Google’s IPO five years late. The New York Times*, in <http://dealbook.nytimes.com/>, 2009; CARTER S., *If you invested \$1000 in Facebook at its IPO, here’s how much you would have now*, in <http://www.cncb.com>, 2018. Dalla lettura dei testi appena citati si evince che le prime azioni di Google offerte sul mercato nel 2004 hanno avuto un prezzo di \$85 ciascuna; questo nel 2007 era di \$ 600 ciascuna e nel 2009 aveva raggiunto \$ 1.103, mentre nel 2021 ha superato il valore di \$ 2900; stesso incremento si può osservare per Facebook, laddove un investimento iniziale di \$1000 nell’IPO del 2012 era già più che triplicato nel 2018, quando il valore di acquisto di un’azione aveva raggiunto i \$ 4600.

¹⁷³ LIPTON M., *The many myths of Lucian Bebchuck*, in *Virginia law review*, Virginia Law Review Association, 2007, pp. 733-758; FISCHER D.R., *Organized exchanges and the regulation of dual class common stock*, in *University of Chicago Law Review*, University of Chicago Law School, 1987, pp. 119-152; STEIN J.C., *Takeover treats and managerial myopia*, in *Journal of political Economics*, University of Chicago Press 1988, pp. 61-80; all’epoca della prima IPO di Google del 2004 i vertici della società hanno affermato che “*We also believed that searching and organizing all the world’s information was an unusually important task that should be carried out by a company that is trustworthy and interested in the public good. We believe that a well functioning society should have abundant, free and unbiased access to high quality information. Google therefore has a responsibility to the world. The dual class structure helps ensure that this responsibility is met. We believe that fulfilling this responsibility will deliver increased value to the shareholders*”, in HOWELL J.W., *op. cit.*

Quanto, poi, alla scelta affidata agli amministratori di presentarsi all'IPO con una *dual class shares structure*, essa di per sé stessa rappresenta un mezzo per raggiungere risultati, non solo economici, migliori¹⁷⁴.

Utilizzare una *dual class structure* e, quindi, essere al riparo da scalate ostili, fa sì che aumentino gli investimenti in *human capital*; ogni società, infatti, ha una specifica struttura e i propri metodi per agire sul mercato cui afferisce l'attività economica svolta e, dunque, i propri metodi per produrre profitti; gli amministratori, che agiscono consci dell'impossibilità di perdere la propria posizione in seguito a scalate ostili sono più propensi a specializzare le proprie competenze in base a quanto richiesto per lo svolgimento della loro attività all'interno di quella specifica società¹⁷⁵. È chiaro, infatti, che un soggetto chiamato ad amministrare un certo tipo di società, specialmente quelle altamente tecnologiche, necessita di un continuo aggiornamento del proprio *know how*, che apporta quale valore aggiunto alla società stessa.

7. Gli svantaggi dell'uso di una *dual class shares structure*: A) alcune premesse necessarie.

D'altra parte, però, la scelta di una *dual class shares structure* comporta altrettanti rischi, che possono tramutarsi in svantaggi veri e propri per gli azionisti di minoranza, come diremo nel prosieguo.

L'esistenza di una *dual class shares structure* può aumentare gli *agency costs* tra *insiders* (ossia gli amministratori, i *managers* e gli azionisti di maggioranza) e gli *outsiders* (principalmente gli azionisti di minoranza)¹⁷⁶. Gli amministratori e gli azionisti di maggioranza, al riparo da scalate ostili, possono agire attraverso programmi a lungo

¹⁷⁴ HART O., *Firms, contracts and financial structure*, Oxford University Press, 1995.

¹⁷⁵ DE ANGELO & DE ANGELO, *op. cit.*; FISCHER D.R., *op.cit.*; proprio sulla scia di tale ragionamento, al momento dell'IPO di Google nel 2004, i vertici della società hanno affermato che “*we believe the stability afforded by the dual class structure will enable us to retain our unique culture and continue to attract and retain talented people who are Google's life blood. Our colleagues will be able to trust that they themselves and their labors of hard work, love and creativity will be well cared for by a company focused on stability and the long-term*”, HOWELL J.W., *op. cit.*

¹⁷⁶ BEBCHUCK L., *A rent protection theory of corporate ownership and control*, in *NBER Working paper*, <http://www.nber.com/papers/w7203>; JENSEN M. E MECKLING W., *Theory of the firm: Managerial Behaviour, Agency costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, pp. 305-360, gli autori suddividono gli *agency costs* in i) *monitoring costs*, ii) *bonding costs*, iii) *residual loss* (ossia la riduzione del benessere dovuta alla divergenza di opinioni tra gli amministratori e gli *shareholders*).

termine, non trovando alcun ostacolo nella volontà degli azionisti di minoranza che non hanno l'adeguato peso nelle decisioni prese dall'organo amministrativo, e possono ottenere dei *private benefits* dal controllo della società maggiori rispetto a quanto il loro lavoro ne comporti alla stessa¹⁷⁷.

Quanto, invece, alla capacità per le società con *dual class shares structure*, di creare un'attrattiva per gli investitori sul mercato, se da una parte tale capacità fa sì che soggetti realmente interessati al solo acquisto e negoziazione di titoli sul mercato offrano nuova linfa per le attività degli amministratori, dall'altra parte, può lasciare gli investitori/futuri azionisti di minoranza privi di tutele li rende meno propensi all'acquisto e, anzi, potrebbe addirittura portarli a non essere più interessati, rendendo i mercati regolamentati meno attraenti¹⁷⁸, così come la creazione di eccezioni che consentono ad alcune società di accedere alla quotazione ed alla negoziazione pur non rispettando le norme che vigono per tutte le altre già presenti sul mercato. La sfiducia degli investitori verso determinati mercati, poi, porterebbe le società che intendono accedere alla quotazione ad una virata verso alcuni *exchanges* piuttosto che altri.

Ancor più rilevante il fatto che i fondatori possono dar vita ad un *moral hazard*¹⁷⁹; infatti, essi sarebbero poco colpiti dalle perdite subite dalla società e dall'internalizzazione dei costi associati alle loro decisioni (in quanto detengono solo una piccola parte delle azioni, seppur abbiano il controllo della stessa grazie alla maggiorazione dei voti alle stesse attribuiti). La presenza di una *dual class shares structure*, rendendo immuni alle scalate ostili i fondatori e gli amministratori, fa sì che essi possano continuare a dirigere la società, laddove, se applicata la regola del *one-share one-vote*, essi verrebbero sostituiti attraverso scalate ostili da parte di un altro gruppo di controllo. È indubbio, infatti, che esiste una correlazione tra il prezzo delle azioni di una società sul mercato e il corretto operato degli amministratori.

¹⁷⁷ GURREA-MARTINEZ A., *Should securities regulators allow companys going public with dual class shares?*, in *Londo Business Law Blog*, <http://www.law.ox.ac.uk>, 2018. I costi per acquisire le risorse necessarie a garantire agli azionisti, specie quelli di minoranza, il recupero di informazioni sull'attività degli amministratori (e degli azionisti di maggioranza) è definito *agency costs*; si veda JENSEN M. E MECKLING W., *ibidem*.

¹⁷⁸ GURREA-MARTINEZ A., *ibidem*.

¹⁷⁹ BEBCHUK L., KRAAKMAN R., TRIANTIS G., *Stock pyramids, cross ownership and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating from clash-flow rights*, in *Concentrated corporate ownership (National Bureau of Economic Research conference Report)*, University of Chicago press, pp 445-460; BEBCHUK L., KASTIEL K., *The Untenable case for dual-class stock*, in *Virginia Law Review*, Virginia Law Review association, 2017, pp. 583-631.

Le scelte sbagliate degli amministratori, quindi, si riflettono in oscillazioni in negativo del valore delle azioni sui mercati; quando le quotazioni sono abbastanza basse da garantire un futuro profitto, gli investitori interessati acquistano le azioni sufficienti a garantire il controllo della società e, quindi, rimuovono i vecchi amministratori. In una società con *dual class shares structure*, l'assenza del timore che le oscillazioni del mercato possano condurre a scalate ostili e, dunque alla loro rimozione, fa sì che gli amministratori continuino il loro operato anche se le loro scelte hanno risvolti negativi per la società.

In base alle regole dei mercati, inoltre, i prezzi delle azioni negoziate dovrebbero riflettere tutte le informazioni rese pubbliche, nonché il valore intrinseco delle società *based on their future cash-flows*; ma, non solo gli amministratori possono commettere degli errori che compromettono i futuri realizzi delle società, ma anche gli investitori possono non essere in grado di comprendere quanto sia corretto il valore attribuito alle azioni sui mercati al momento della quotazione¹⁸⁰.

Infine, proprio la permanenza al controllo della società dei fondatori può non portare la società a massimizzare il proprio potenziale, posto che, per età o cultura, le loro idee e la loro visione a lungo termine, che si rispecchia nell'operato degli amministratori da questi nominati (che in molti casi sono i fondatori), può diventare obsoleta e non essere più al passo con i tempi; in questo senso, il fatto che una *dual class shares structure* li mette al riparo da scalate esterne, fa sì che essi possano diventare incompetenti rispetto alle stesse necessità dei mercati.

8. Segue: B) l'allontanamento dalla *corporate democracy*.

Uno dei principali argomenti contrari all'utilizzo di una *dual class shares structure* nella dottrina economico-giuridica, specie americana, è rappresentato dalla contrarietà alla nozione della *corporate democracy*; la partecipazione degli azionisti alle decisioni circa l'amministrazione della società è, di per sé stessa, preferibile e, quindi, attenersi alla *one-share one-vote rule* è la scelta desiderabile¹⁸¹. Tale teoria nasce

¹⁸⁰ GILSON R.J., KRAAKMAN R., *The mechanism of market efficiency*, in *Virginia Law Review*, Virginia Law Review Association, 1984, pp. 549-664; SHILLER R., *Irrational exuberance*, Princeton University Press, 2000;

¹⁸¹ *Testimony of T.B. Pickens, General Partner, Mesa Limited Partnership*, before the SEC, 22.7.1987.

dall'applicazione analogica dei principi delle istituzioni democratiche agli ordinamenti societari, per cui “*the corporation law does not operate on the theory that directors, in exercising their powers to manage the firm, are obligated to follow the wishes of the majority of shares. In fact, directors, not shareholders, are charged with the duty to manage the firm... That many, presumably most, shareholders would prefer the board to do otherwise than it has done does not... afford a basis to interfere with the effectuation of the board's business judgement*”¹⁸². In realtà, però, non solo come abbiamo già avuto modo di vedere scostamenti dalla *one-share one-vote rule* sono sempre stati frequenti nella storia delle società americane, ma la stessa teoria economica non ritiene i principi democratici applicabili al diritto societario.

Il fatto che le decisioni circa il governo della società debbano essere prese a livello centrale è, anzi, un dato di fatto più che affermato, ma se questo è più semplice nelle piccole società, specie a conduzione familiare, ove i fondatori sono anche quelli che prendono le decisioni circa l'amministrazione della società e, quindi, detengono le stesse informazioni di cui sono a conoscenza gli amministratori, più complessa è la situazione nelle grandi società. Le prime, infatti, operano sul mercato attraverso il meccanismo del *consensus*; l'eguaglianza delle informazioni fa sì che ciascun membro agisca per il bene della società, che è anche il suo stesso bene, e che la comunanza degli interessi fa sì che tutti i membri agiscano di concerto¹⁸³.

Quando la società però, diventa più grande, l'idea che possa operare sulla base del *consensus* diventa non solo impraticabile, ma anche paralizzante, posto che non solo gli azionisti, ma anche tutti gli altri soggetti *insiders* (gli impiegati e i *managers*) non possono (e non devono) aver accesso al medesimo livello di informazioni e, inoltre, non sono portatori dello stesso tipo di interessi, specie nel lungo periodo. In tale contesto, dunque, è necessario che le decisioni vengano prese in modo centralizzato (*hierarchy*), senza che le informazioni che giungono agli amministratori siano filtrate attraverso la visione distorta e legata agli interessi propri di altri soggetti¹⁸⁴. Nelle grandi società moderne l'organo di amministrazione sta al vertice della *hierarchy*, mentre gli *shareholders* non ne fanno affatto parte e, anzi, possono esprimere la loro posizione solo su alcuni

¹⁸² Paramount Commc'ns, Inc. v. Time, Inc. - 571 A.2d 1140 (Del. 1989), si veda BAINBRIDGE S.M., *Revisiting the one share one vote controversy: the exchanges' uniform voting rights policy*, in *Securities Regulation Law Journal*, Warren Gorham Lamon Publication, 1994, p. 200.

¹⁸³ ARROW K. J., *The limit of organization*, W.W. Norton and Co. Inc., 1974.

¹⁸⁴ ARROW K. J., *ibidem*; l'autore definisce questo meccanismo con il concetto di *authority*.

argomenti, ma, anche laddove potessero avere una più attiva partecipazione, la difformità di interessi e i diversi livelli di informazione non gli consentirebbero di agire come un *unicum*. La maggior parte degli investitori che acquistano azioni sul mercato hanno interessi a breve termine, tendenti a massimizzare i propri investimenti; essi non hanno la voglia né, spesso, il tempo o la possibilità di reperire le informazioni necessarie per prendere decisioni circa l'amministrazione della società e, inoltre, nella maggior parte dei casi le loro quote azionarie sono così basse da non poter comunque interferire nei progetti degli amministratori né, tantomeno, hanno la capacità di agire di concerto. Per loro è più semplice seguire la *Wall Street rule*, ossia “*it's easier to switch than fight*”; ove il mercato azionario va male in seguito alle scelte sbagliate degli amministratori è più semplice vendere¹⁸⁵.

Altro assunto a sostegno della *corporate democracy* è che, come abbiamo già avuto modo di dire, attenersi alla *one-share one-vote rule* riduce gli *agency costs*. In realtà, tenendo in considerazione quanto detto a proposito del disinteresse degli investitori alla permanenza a lungo termine quali azionisti delle società quotate che utilizzano una *dual class structure*, questo argomento può facilmente essere contrastato. Gli amministratori di una società hanno, *in primis*, l'interesse a mantenere la loro reputazione di efficienza sia verso il mercato che verso le altre società e, comunque, devono agire sempre in modo da massimizzare i profitti, posto che sono comunque soggetti ad un “controllo” sulle loro *performances* quantomeno dagli azionisti di maggioranza e, spesso, i loro compensi sono influenzati proprio dal raggiungimento di determinati obiettivi. Ritenere che la *dual class shares structure* debba essere eliminata dai mercati per i suoi effetti antiscalata è, quindi, scorretto, specie se si considera che, secondo questo ragionamento, ogni tipo di azione *anti-takeover* dovrebbe essere proibita¹⁸⁶.

9. Segue: C) l'argomento delle possibili lesioni ai diritti degli *shareholders* e del conflitto di interessi.

La dottrina statunitense che si oppone alle *dual class shares structure* ha stabilito che un altro fattore che si pone in contrasto all'adozione della stessa possa esser rinvenuto

¹⁸⁵ BAINBRIDGE S.M., *op. cit.*

¹⁸⁶ BAINBRIDGE S.M., *op. cit.*; come sottolinea l'autore per un certo periodo di tempo la dottrina americana aveva prospettato proprio la necessità di proibire qualsiasi meccanismo anti-scalata, ma le corti stesse hanno rigettato quest'ipotesi; si veda *Unocal Corp. V Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946, (Del. 1985).

nei danni provocati agli *shareholders*. In risposta, i sostenitori dell'allontanamento dalla *one-share one vote-rule* hanno evidenziato come tali danni possono essere eliminati in partenza già solo dal fatto che azioni con diritto di voto limitato vengono vendute ad un prezzo inferiore e generano maggiori diritti ai dividendi rispetto alle *superior stocks*¹⁸⁷. Alcuni studi hanno dimostrato che le ricapitalizzazioni attuate attraverso l'adozione di una struttura con *dual class shares* producono addirittura degli effetti positivi sui diritti degli *shareholders*¹⁸⁸.

Il principale argomento, però, rimane quello legato al conflitto di interessi in capo all'organo di amministrazione della società. Posto che la *dual class shares structure* protegge gli amministratori ed i fondatori dalle scalate ostili, che si concludono generalmente con la rimozione del consiglio di amministrazione, gli azionisti di minoranza sarebbero privati della possibilità di vendere le proprie azioni con dei margini di guadagno anche piuttosto elevati. Nella sostanza, si avrebbe in capo agli amministratori un conflitto di interessi analogo a quello esistente nell'ipotesi di *leveraged buyout*, ove gli amministratori da una parte devono cercare di ottenere il maggior prezzo per favorire i guadagni degli azionisti e, dall'altra, hanno un interesse personale a pagare il minor prezzo possibile¹⁸⁹. In una *dual class shares structure* gli amministratori sono sia i difensori dei diritti degli azionisti (anche di minoranza) che i detentori del potere di gestione della società e, a differenza dei casi di *leveraged buyout*, non sono sottoposti ad alcun controllo circa la meritevolezza delle proprie decisioni. Anche in questo caso, però, il problema non riguarda le *dual class shares structure* di per sé stesse, ma tutte quelle ipotesi in cui vi sia, seppur nel rispetto delle norme societarie dei singoli stati federali, un contesto di forte controllo degli azionisti di maggioranza sull'andamento della società. Secondo la dottrina americana, poi, quest'asserzione è ancor meno valida laddove si riferisca alla fase iniziale di quotazione e negoziazione delle azioni, posto che gli investitori nella fase dell'IPO sono a conoscenza del fatto che le azioni loro riservate sul mercato hanno un minore/non hanno alcun diritto di voto, ma essi accettano tale limitazione a fronte dell'inferiorità del prezzo per l'acquisto e dei maggiori profitti

¹⁸⁷ BAINBRIDGE S.M., *op. cit.*; LEASE R.C., MCCONNELL E MIKKELSON, *The market value of control in publicly-traded corporations*, in *Journal of Financial Economics*, 1983, pp. 450-452.

¹⁸⁸ *Sec Office of the Chief Economist, Update – The effects of dual class recapitalizations on shareholders wealth: including evidence from 1986 and 1987*, in <http://sec.gov>, 16.7.1987; PARTCH M.M., *The creation of a class of limited voting common stock and shareholder wealth*, in *Journal of Financial Economics*, 1987, pp. 313-339.

¹⁸⁹ BAINBRIDGE S.M., *op. cit.*

spettanti loro al momento della ripartizione dei dividendi¹⁹⁰. Allo stesso modo, non crea un conflitto di interessi durante una ricapitalizzazione la vendita di azioni senza voto, posto che i possessori delle azioni già esistenti aventi diritto di voto inferiore alle *superior stock* continuano a mantenere i propri diritti, così come gli investitori che acquistano le azioni di nuova emissione sono consapevoli che avranno diritti di voto inferiori agli azionisti già esistenti¹⁹¹.

10. Gli effetti dell'uso di una *dual class structure*.

Una serie di studi dei primi anni duemila ha messo a confronto società, appartenenti a diversi ordinamenti, con un'unica categoria di azioni e società con *dual class shares structure*, per comprendere quali sono effettivamente gli effetti positivi/negativi che quest'ultima comporta nella vita delle società stesse. Alcuni di questi studi arrivano a ritenere che il valore della società diminuisce all'aumentare del divario tra il numero di azioni possedute ed il numero di voti spettanti per ciascuna di esse¹⁹²; per altri le azioni delle società aventi una *dual class shares structure* vengono negoziate sui mercati a livello di IPO ad un prezzo inferiore a quelle delle società aventi un'unica categoria di azioni e questo divario persisterebbe per i cinque anni successivi alla quotazione, mentre gli azionisti reagirebbero positivamente ad una successiva riunificazione delle categorie di azioni esistenti all'interno di una data società¹⁹³.

Scendendo maggiormente nel dettaglio vale la pena ricordare che uno studio del 2009 ha dimostrato come in una *dual class shares structure*, gli amministratori sono più propensi ad utilizzare gli utili per portare a termine acquisizioni piuttosto che per redistribuirli agli azionisti e, quindi, a sprecare le risorse societarie per perseguire i propri interessi privati¹⁹⁴. Più di recente il famoso studio del 2015 di Lauterbach e Pajuste ha mostrato come la riunificazione di più classi di azioni divergenti per diritti di voto

¹⁹⁰ FISCHER D.R., *op. cit.*; GILSON R., *Evaluating dual class common stock: the relevance of substitutes*, in *Virginia Law Review*, Virginia Law Review Association, 1989, pp 807-844; GORDON J.N., *op. cit.*

¹⁹¹ DENT G.W., *Dual Class recapitalization: a reply to Professor Seligman*, in *George Washington Law Review*, 1986, pp 725-756.

¹⁹² GOMPERS P., ISHII J., METRICK A., *Extreme governance: an analysis of dual class firms in the United States*, in *The Review of Financial Studies*, 2010, pp. 1051-1088, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp024>.

¹⁹³ SMART S., THIRUMALAI R., ZUTTER C., *What's in a vote? The short and long-run impact of dual-class equity on IPO firm value*, in *Journal of Accounting and Economics*, 2008, pp. 94-115.

¹⁹⁴ MASULIS R., WANG C., XIE F., *Agency problems at dual class companies*, in *The Journal of Finance*, The American Finance Association, 2009, pp. 1697-1727.

conduce ad un aumento del valore delle quotazioni¹⁹⁵, mentre un altro studio del medesimo anno, analizzando le conseguenze dell'adozione di una *dual class structure* in periodi più lontani dall'IPO, ha dimostrato come le società perdono valore, divenendo meno efficienti in termini di margini di guadagno, produttività e innovazione rispetto alle società con un'unica categoria di azioni, suggerendo, quale soluzione, che la scelta di operare con tale struttura deve essere a tempo, attribuendo agli azionisti il potere di unificare le azioni trascorso un determinato numero di anni¹⁹⁶.

Kim e Michaely hanno evidenziato come le giovani società con una *dual class structure* sarebbero più efficienti delle loro pari con una struttura unitaria, mentre questa maggiore efficienza si riduce nel corso del tempo, per cui una struttura che prevede la creazione di diverse categorie di azioni, distinte in base al diritto di voto ad esse attribuito, è da preferire quantomeno nella fase iniziale della vita di una società quotata negli *exchanges*

In particolare, poi, nel 2018 sono stati studiate le *performances* a lungo termine di società aventi una *dual class shares structure*; si è visto come le azioni di queste società hanno un valore molto più elevato delle altre con azioni di un'unica categoria nella fase dell'IPO, ma tale maggior valore si perde entro un periodo compreso tra i sei ed i nove anni successivi¹⁹⁷; per questa ragione si parlerebbe di un *lyfe cicle of dual class shares*.

A differenza degli studi fin qui elencati, Jordan, Kim e Liu hanno evidenziato come l'uso di una *dual class shares structure* consente alle società che vi fanno ricorso di essere meno soggette alle oscillazioni del mercato nel breve periodo e di avere maggiori opportunità di crescita rispetto alle società con un unico tipo di azioni¹⁹⁸. Uno studio del 2017 conferma il precedente, mostrando come le società con *dual class shares* siano più grandi e meglio operative sul mercato rispetto alle altre che non adottano la medesima

¹⁹⁵ LAUTERBACH B., PAJUSTE A., *The long-term valuation effects of voluntary dual-class share unification*, in *Journal of Corporate Finance*, 2015, pp. 171-185.

¹⁹⁶ KIM H., MICHAELY R., *Sticking around too long? Dynamics of the benefits of dual-class voting*, 2019, in <http://papers.ssrn.com>; PAJUSTE A., *Determinants and consequences of the unification of the dual class shares*, in *European Central Bank Working Papers*, 2005, p. 465.

¹⁹⁷ CREMERS M., LAUTERBACH B., PAJUSTE A., *The life-cycle of dual class firm valuation*, in <http://papers.ssrn.com>, 2018; ai medesimi risultati sono giunti: BARAN L., FORST A., VIA T., *Dual class structure and innovation. Workin Paper*, in <http://papers.ssrn.com>, 2018; JACKSON R., *Perpetual dual-class stock: the case against Corporate Royalty*, *US Securities and Exchange Commission*, in <http://www.sec.gov>, 2018.

¹⁹⁸ JORDAN B., KIM S., LIU N., *Growth opportunities, short-term market pressure, and dual-class share structure*, in *Journal of Corporate Finance*, 2016, pp. 304-328.

struttura¹⁹⁹. L'attribuzione di un maggior numero di voti agli azionisti che sono meglio informati e la riduzione degli stessi in capo agli azionisti meno informati, che nella maggior parte dei casi non sono nemmeno interessati ad aumentare il proprio livello di informazione, rende più efficiente l'attività societaria, soprattutto se si pensa alle conoscenze ed alle competenze di cui sono in possesso i fondatori di una società²⁰⁰.

Da quanto fin qui enunciato sembrerebbe che le società aventi una *dual class shares structure* traggono benefici nel breve termine dall'utilizzo di tale struttura, che, però, diminuiscono con il passare del tempo. Gli studi fin qui analizzati, però, non hanno tenuto conto di ciò che sta accadendo negli ultimi anni: le società che si presentano sul mercato con un *dual class shares structure* sono società altamente tecnologiche e legate alle figure dei rispettivi fondatori; inoltre, non tengono in considerazione la significativa differenza posta dal fatto che una società sia sottoposta all'ordinamento di uno stato piuttosto che di un altro²⁰¹. Infine, è probabile che molte delle società, su cui questi studi si sono basati, non avrebbero deciso di accedere alla quotazione laddove non fosse stato loro consentito di adottare una struttura societaria con *dual class shares*²⁰².

11. L'evoluzione delle azioni a voto “multiplo” nel diritto europeo.

Nel dibattito europeo, sulla scia di quanto fin qui detto, il principio *one-share one-vote* è stato visto come il sistema ottimale, poiché permette di attribuire maggior poter all'interno della società a quei soggetti che sarebbero maggiormente colpite dalle perdite cui essa dovesse eventualmente andare incontro²⁰³. In seguito alla posizione espressa dall'*High Level Expert Group on Company Law* nel 2002²⁰⁴, che formulò il cosiddetto

¹⁹⁹ ANDERSON R., OTTOLENGHI E., REEB D., *The dual class premium: a family affair*, in *Fox School of Business Research Paper*, <http://papers.ssrn.com>, 2017.

²⁰⁰ LUND D., *Nonvoting shares and efficient corporate governance*, in *Stanford Law Review*, Stanford Law School, 2019, pp. 690-745.

²⁰¹ GURREA-MARTINEZ A., *Theory, Evidence, and Policy on dual-class shares: a country-specific response to a Global debate*, in *European business organization law review*, *op. cit.*, p.487.

²⁰² GURREA-MARTINEZ A., *op. cit.*; come abbiamo già avuto modo di dire, la possibilità di mantenere il controllo della società può essere fondamentale, specie laddove i fondatori hanno una precisa idea di come essa si evolverà nel lungo periodo; si pensi a società come Google, Facebook, Apple; sulla rilevanza di tale aspetto si veda: BRAU J., FAWCETT S., *op. cit.*; MELUZIN T., ZINECKER M., BALCEZARK A., PIETZRAK M., *Why do companies stay private? Determinations for IPO candidates to consider in Poland and Czech Republic*, in *Eastren European Economics*, <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00128775.2018.1496795>, 2018, pp. 471-503.

²⁰³ ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *La deviazione dal principio “un'azione-un voto” e le azioni a voto multiplo*, in *Quaderni giuridici Consob*, 2014.

²⁰⁴ High Level Expert Group on Company Law, *Report on Issues Related to Takeover Bids*, in <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=4410040051030261170751090920640871130000>

*Proportionality principle*²⁰⁵, la Commissione europea nel suo *Action Plan*²⁰⁶ del maggio 2003 ha deciso di realizzare uno studio sulla situazione interna agli Stati membri circa lo scostamento nei singoli ordinamenti dalla struttura di proporzionalità tra capitale e controllo della società tipicizzata dal principio un'azione – un voto.

Lo studio preannunciato nel 2003 è stato portato a termine nel 2007 dall'*Institutional Investor Services* (ISS), dall'*European Corporate Governance Institute* (ECGI) e dallo studio legale *Sherman & Sterling*²⁰⁷. Il *Report of the Proportionality Principle in the European Union*, che raccoglie i risultati del gruppo di studio, prende in esame un campione di 464 imprese di sedici Paesi membri, considerandone sia la composizione dell'azionariato che il capitale. Dalla sua lettura appare che in numerose realtà europee sia frequente il ricorso ai *Control Enhancing Mechanisms* (CEMs)²⁰⁸, ossia meccanismi che tendono a risolversi in un incremento di potere o per le minoranze (ad

72036040057060073085094090002092027120111014055061107113117007127108119054045
03806604202611607406912302909300809706805807901400611202508208611711809401206
4104126017028124004026126104070104067074112123097&EXT=pdf&INDEX=TRUE,
2002; High Level Expert Group on Company Law, *Report on a Modern Regulatory Framework
for Company Law*, in https://ecgi.global/sites/default/files/report_en.pdf, 2002, noto come
“*Winter Report*”.

²⁰⁵ High Level Expert Group on Company Law, *Report on a Modern Regulatory Framework for
Company Law*, *ibidem*; il principio di proporzionalità è stato così indicato: “*proportionality
between ultimate economic risk and control means that share capital which has an unlimited right
to participate in the profits of the company or in the residue on liquidation, and only such share
capital, should normally carry control rights, in proportion to the risk carried. The holders of
these rights to the residual profits and assets of the company are best equipped to decide on the
affairs of the company as the ultimate effects of their decisions will be borne by them*”.

²⁰⁶ Commissione Europea, *Communication from the Commissione to the Council and the
European Parliament, Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the
European Union - A Plan to Move Forward*, in [https://www.europarl.europa.eu/RegData/docs_autres_institutions/commission_europeenne/com/2003/0284/COM_COM\(2003\)0284_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/docs_autres_institutions/commission_europeenne/com/2003/0284/COM_COM(2003)0284_EN.pdf), 21.5.2003; sin dall'*incipit* dell'*Action Plan* del
Maggio del 2003 è evidente che l'obiettivo sia stato quello di tentare un'unificazione degli
ordinamenti al fine di rendere più competitivo il mercato europeo nel suo insieme; si legge infatti
che “*A dynamic and flexible company law and corporate governance framework is essential for
a modern, dynamic, interconnected industrialised society. Essential for millions of investors.
Essential for deepening the internal market and building an integrated European capital market.
Essential for maximising the benefits of enlargement for all the Member States, new and existing*”.

²⁰⁷ Institutional Investor Services, European Corporate Governance Institute (ECGI), studio legale
Sherman & Sterling, *Report of the Proportionality Principle in the European Union*, in <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/14881/attachments/2/translations>, 2007.

²⁰⁸ Institutional Investor Services, European Corporate Governance Institute (ECGI), studio legale
Sherman & Sterling, *Report of the Proportionality Principle in the European Union*, *op. cit.*; ivi
si legge che “*Control-Enhancing-Mechanisms (CEMs) should be primarily understood as the
institutional arrangements (e.g. taken by the listed company itself) creating a discrepancy in the
relation between financial ownership and voting power with the result that a shareholder can
increase his control without holding a proportional stake of equity*”.

esempio quando si prevedono meccanismi di voto a scaglione o quando si attribuiscono agli azionisti che raccolgono una certa quota di voti dei diritti di veto) o per i soci di controllo²⁰⁹. I CEMs sono normalmente riuniti in due gruppi: i) *mechanisms allowing blockholders to enhance control by leveraging voting power*; ii) *mechanisms to lock-in control*. Mentre i primi hanno quale obiettivi un rafforzamento del potere di controllo, i secondi hanno quale scopo il blocco dei trasferimenti di un potere di controllo²¹⁰.

Lo studio, però, come si legge sull'*Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies*²¹¹, non ha offerto argomentazioni a sostegno del principio di proporzionalità. L'*Action Plan* della Commissione Europea per la modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario del 2012, come anche il successivo Libro Verde della Commissione Europea del marzo 2013²¹², sono tornati a riflettere sulla necessità di utilizzare le azioni a voto multiplo quel mezzo per incentivare gli azionisti ad investire nel mercato con degli obiettivi di lungo periodo²¹³.

²⁰⁹ SPOLIDORO M. S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati*, Convegno di studio Fondazione Centro nazionale di prevenzione e difesa sociale - Fondazione Courmayeur a cura di Paolo Montalenti, https://www.cnpds.it/documenti/relazione_prof_spolidoro.pdf, 2016;

²¹⁰ Institutional Investor Services, European Corporate Governance Institute (ECGI), studio legale Sherman & Sterling, *Report of the Proportionality Principle in the European Union*, *ibidem*; ivi si legge che “*There is a wide variety of Corporate CEMs, which may be used in isolation or cumulatively in the same company according to national legal specificities and company practices. For instance: - Corporate institutional arrangements directly affecting voting rights attached to shares, such as: shares with multiple voting rights, shares with loyalty schemes that may increase their voting rights, non voting shares (without preference), non voting preference shares, participating bonds or voting rights ceilings; - Corporate institutional arrangements indirectly affecting voting rights by creating specific rights or by reducing or inhibiting the ability to exercise voting rights proportionally, such as: priority shares, golden shares, depository certificates of shares sponsored by the company or supermajority requirements; - Other corporate institutional mechanisms that reduce or inhibit the exercise of control through the exercise of voting rights, such as ownership ceilings, share transfer restrictions, staggered board provisions and other arrangements*”.

²¹¹ Commission Staff Working Document, *Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies*, in https://ec.europa.eu/smart-regulation/impact/ia_carried_out/docs/ia_2007/sec_2007_1705_en.pdf, 12.12.2007.

²¹² ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *op. cit.*

²¹³ ALVARO S., LUPINI B., *Piano d'Azione della Commissione Europea per la modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario del 2012*, in *Quaderni giuridici Consob*, <https://www.consob.it/documents/11973/201676/qg3.pdf/19f5e8a7-32d8-4d0f-bac4-352e260e741a>, 2013.

12. La situazione attuale all'interno dei diversi ordinamenti: paesi con minori restrizioni.

Per chiudere questa carrellata comparativa è d'obbligo, infine dare conto di quella che è la disciplina attualmente vigente nei diversi ordinamenti.

Muovendoci in questa ottica occorre tenere presente che numerosi Paesi nel mondo hanno deciso di assumere posizioni meno restrittive nei confronti delle società che decidono di quotarsi con *dual class shares*; fra essi i principali sono gli Stati Uniti, la Svezia e l'Olanda. Le ragioni che li hanno spinti a muoversi in questa direzione sono per lo più legate a tre differenti fattori, ossia: *i*) ragioni legate all'esistenza di una normativa societaria interna dotata di una certa flessibilità; *ii*) l'influenza esercitata dalle *lobbies*; *iii*) fattori economici e, in particolare, i benefici legati alla possibile assunzione di una posizione di controllo da parte dei fondatori, la capacità dei mercati di incentivare strutture ottimali per la *governance* sin dal momento della quotazione e, non meno importante, la volontà di attrarre società, anche straniere, per la quotazione nei propri mercati²¹⁴.

Si è evidenziato come questi Paesi concedono una *contractual freedom* alle società con *dual class shares structure* quasi paragonabile a quella attribuita alle società non quotate, specie in riferimento alle decisioni adottate in epoca precedente alla quotazione²¹⁵. Il ruolo delle *lobbies* nell'evoluzione degli ordinamenti di alcuni di questi Paesi è innegabile, specie se si considera che la maggior parte degli amministratori di queste società altri non sono che gli stessi fondatori; emblematico esempio è proprio fornito dagli Stati Uniti e non desta meraviglia il fatto che proprio lì si trova la maggior concentrazione di *start up* innovative.

In particolare, poi, quanto alla Svezia, le ragioni sono da ricercare nella cultura societaria dello stato che è per lo più composto da *family-owned firms*²¹⁶. Il *Companies Act* prevede, infatti, che le azioni debbano essere portatrici di uguali diritti di voto, ma al

²¹⁴ GURREA-MARTINEZ A., *op. cit.*

²¹⁵ BEBCHUCK L., *The debate on contractual freedom and corporate law*, in *Columbia Law Review*, Columbia Law Review Association Inc., 1989, pp. 1395-1415; VENTORUZZO M., *Regulatory competition and freedom of contract in the US corporate law*, in *State law research paper*, <http://papers.ssrn.com>, 2016.

²¹⁶ BJUGGREN C., JOHANSSON D., SJÖGREN H., *A note on employment and gross domestic product in Swedish family-owned business: a descriptive analysis*, in *Family Business Review*, Sage Publications, 2011, pp. 362-371.

tempo stesso ammette che gli statuti si allontanino dalla regola, introducendo su base statutaria anche azioni a voto multiplo²¹⁷.

A livello economico, come abbiamo detto, i fattori che hanno spinto verso l'adozione di norme favorevoli alle *dual class shares structures* sono differenti; anzitutto, rendere possibili per i fondatori il persistere della loro posizione di controllo, anche in seguito alla quotazione, fa sì che la società possa continuare a servirsi delle loro particolari conoscenze ed abilità e che venga perseguita la loro visione iniziale circa l'attività e l'operatività della società stessa, che nessun altro possiede²¹⁸. Inoltre, in base ai meccanismi di funzionamento dei mercati, i fondatori non deciderebbero mai di quotare una società con *dual class shares* se non ritenessero di poter creare un valore positivo per la società; *a contrario* questa è la ragione per cui non tutte le società, pur avendo una conduzione prettamente familiare o, comunque, controllate dagli stessi fondatori, decidono di avviare la quotazione con *dual class shares*.

In Olanda (salvo recenti modifiche), il *Dutch Civil Code* prevede che ogni azione debba essere portatrice di almeno un voto, ma le società possono emettere azioni diverse tra loro per valore nominale, quindi, può essere attribuito diritto di voto multiplo alle azioni aventi esse stesse valore nominale multiplo²¹⁹.

Infine, l'adozione di norme meno restrittive verso la quotazione di società con *dual class shares structure* fa sì che i mercati regolamentati diventino una fonte attrattiva per le società straniere nate in ordinamenti che hanno assunto atteggiamenti meno permissivi. In questo modo gli *exchanges* mantengono la propria competitività. Per tale ragione, infatti, Hong Kong, Singapore e Mainland China hanno deciso di modificare le proprie regole, consentendo, seppur a certe condizioni²²⁰, alle società di quotarsi nonostante una *dual class shares structure* e, per la stessa motivazione, la Gran Bretagna ha pensato di modificare la propria disciplina²²¹.

²¹⁷ ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *op. cit.*

²¹⁸ GURREA-MARTINEZ A., *op. cit.*; GOSHEN Z., HAMDANI A., *op. cit.*

²¹⁹ ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *ibidem.*

²²⁰ Si veda il successivo paragrafo per una miglior spiegazione.

²²¹ GURREA-MARTINEZ A., *ibidem.*

13. La situazione attuale all'interno dei diversi ordinamenti: paesi con maggiori restrizioni.

Alcuni Paesi hanno deciso di non vietare la quotazione alle società con *dual class shares*, ma, attuando una politica maggiormente restrittiva hanno deciso di sottoporre la quotazione ad alcune condizioni. Tra di essi troviamo Honk Kong e Singapore e, recentemente, anche l'India e, in Cina, nei mercati di Shangai e Shenzhen.

In primis, questi Paesi consentono la quotazione solo ove le società rispettino delle regole di *corporate governance* più stringenti; poiché gli investitori hanno meno potere decisionale, il livello di protezione degli azionisti, specie di minoranza, è stato aumentato, ad esempio imponendo l'obbligo che alcuni degli amministratori vengano scelti da parte degli azionisti di minoranza²²². L'Italia è ricompresa tra questi Paesi; infatti l'art. 147-ter del Testo Unico della Finanza prevede che “almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione è espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti”.

Un altro meccanismo, attraverso il quale è possibile tutelare le minoranze, è rappresentata dall'attribuzione delle decisioni sulle operazioni tra parti correlate e, comunque, tutte le operazioni in cui gli amministratori si trovano in conflitto di interesse a delle maggioranze costituite *ad hoc* o alla maggioranza degli azionisti di minoranza²²³.

Altri ordinamenti hanno previsto l'imposizione delle cosiddette *sunset clauses*, ossia condizioni risolutive che determinano la caducazione delle *superior stocks* all'avverarsi di certe condizioni, quali il trascorrere di un determinato lasso di tempo²²⁴ o

²²² PASSADOR M.L., *List voting's travels: the importance of being indepent in the boardroom*, in *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, Fordham University School of Law, 2018, pp. 105-152; GURREA-MARTINEZ A., *Towards a credible system of independent directors in controlled firms*, in *Australian Journal of Corporate Law*, <https://papers.ssrn.com>, 2020, pp. 31-55.

²²³ Quest'ultimo meccanismo di tutela è stato predisposto da Israele e da Honk Kong; FRIED J. KAMAR E., YAFEH Y., *The effect of minority veto rights on controller tunnelling*, in ECGI Law Working Papers, http://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/finalfriedkamaryafeh_0.pdf, 2018.

²²⁴ Council of Institutional Investors, *Investors Petition NYSE, NASDAQ to curb listing of IPO dual-class shares companies*, http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/FINAL%20Dual%20Class%20Petition%20Press%20Release%00ct%2024,%202018.pdf, 24.10.2018; BEBCHUCK L., KASTIEL K., *The untenable case for dual class stock*, in *Virginia Law Review*, Virginia Law Review Association, 2017, pp. 583-621; JACKSON R., *op. cit.*

il verificarsi di determinati eventi. Quanto alle prime, stabilire un limite di tempo va incontro a quello che negli studi precedentemente citati è il *life cycle* di una struttura con *dual class shares*. Il *Council of Institutional Investors* il 24 ottobre del 2018 ha presentato una petizione dinanzi al NYSE ed al NASDAQ affinché introducessero una condizione temporale di sette anni, che però non ha avuto seguito; l'India ha adottato una *time-based sunset clause* di cinque anni. Quanto alle seconde, l'evento che determina la risoluzione è, generalmente individuato, nella morte del fondatore o nella sua sopraggiunta incapacità, nel trasferimento delle azioni a terze parti o nell'impossibilità sopravvenuta di possedere una certa quantità di capitale azionario; queste clausole sono state adottate dal Singapore Exchange, dall'Hong Kong Exchange e dallo STAR Market di Shanghai²²⁵. Se, da una parte, mantenere una *dual class structure* quando i fondatori vengono a mancare o sono incapaci a svolgere le loro funzioni non ha più senso perché si perde il valore aggiunto che la loro persona può apportare alla società, dall'altra parte mantenere la situazione immutata laddove gli stessi non detengano più un certo ammontare di capitale azionario funge da tutela verso gli azionisti di minoranza perché il *management* potrebbe perdere interesse nell'attività societaria quando non adeguatamente implicato in essa. Quando, infatti, i fondatori possiedono un certo ammontare di azioni sono costretti ad internalizzare le perdite e, quindi, il rischio del *moral hazard* si riduce²²⁶.

Un altro strumento di tutela di azionisti è dato dalla previsione di un *vote cap*, ossia l'attribuzione di un numero massimo di voti per ciascuna azione. Questo meccanismo è stato adottato dal nostro ordinamento che all'art. 127-*quinquies* prevede l'attribuzione di un numero massimo di due voti per azione; Hong Kong, Singapore e Shanghai prevedono, invece, un numero massimo di dieci voti per azione²²⁷.

Alcuni Paesi, poi, hanno disposto delle limitazioni basate sul tipo di società interessata alla quotazione; è questo il caso dell'HKEX e di Mainland China, che hanno previsto la possibilità di una quotazione con *dual class shares* solo alle società

²²⁵ EGAN T, THOMPSON J., WONG I., BELL M., *The revival of dual class shares*, in <https://www.bakermckenzie.com/en/insight/publications/2020/03/the-revival-of-dual-class-shares>, 2020.

²²⁶ BEBCHUCK L., KASTIEL K., *ibidem*; GURREA-MARTINEZ A., *Theory, Evidence, and Policy on dual-class shares: a country-specific response to a Global debate*, in *European business organization law review*, *ibidem*.

²²⁷ EGAN T, THOMPSON J., WONG I., BELL M., *ibidem*; CFA Institute, *op. cit.*

tecnologiche o innovative, giustificando tale scelta con il particolare peso che in questo tipo di società ha la visione iniziale dei fondatori²²⁸.

Singapore, inoltre, ha imposto un'ulteriore restrizione: l'approvazione dell'*exchange* successiva ad un'indagine sulla *suitability* della società interessata alla quotazione con *dual class shares*²²⁹, ad esempio dimostrando le particolari conoscenze degli azionisti di maggioranza o dei fondatori o l'adeguatezza della struttura societaria, così da offrire agli investitori una maggiore tutela. Nel compiere quest'indagine l'*exchange* analizza attentamente i vertici aziendali, specie per ciò che attiene alle loro competenze ed alla loro indipendenza; tale tipo di controllo, però, raggiunge efficacemente lo scopo solo in quei contesti con un basso livello di corruzione²³⁰. Particolare eccezione sul mercato di Singapore è costituita dalle *newspaper companies*; il *Singapore Newspaper and Printing Presses Act*, infatti, stabilisce che tutte le società giornalistiche che pubblicano a Singapore possono creare due categorie di azioni: *ordinary shares* e *management shares*, che hanno diritto di voto moltiplicato per duecento sulle decisioni di nomina/revoca degli amministratori²³¹. In ogni caso, seppur con le restrizioni fin qui enunciate, uno spiraglio di apertura verso la quotazione di società con *dual class shares* a Singapore ha trovato riscontro solo nell'ottobre 2014, quando il Parlamento ha approvato il *Companies Amendment Bill No 25*²³².

Circa le ragioni per le quali Hong Kong continui a mantenere delle restrizioni circa la quotazione di società con *dual class shares*, è importante considerare il differente tessuto societario in cui opera l'HKEX rispetto agli *exchanges* americani; i mercati di Hong Kong, infatti, sono dominati da *retail investors* e da società ove il controllo è detenuto saldamente da famiglie di fondatori, quindi le autorità preferiscono prevenire possibili abusi ai danni degli azionisti di minoranza e degli investitori piuttosto che

²²⁸ EGAN T, THOMPSON J., WONG I., BELL M., *ibidem*; GURREA-MARTINEZ A., *ibidem*; probabilmente fondamentale è stata in tal senso la quotazione sul NYSE di Alibaba, la più grande IPO della storia, dopo il diniego alla quotazione dell'HKEX e del LSE.

²²⁹ Singapore Exchange, *Consultation paper on proposed listing framework for dual class share structure: responses to comments*, 26.6.2018, <https://www.sgx.com/media-centre/20180626-sgx-launches-rules-listing-dual-class-shares-companies>.

²³⁰ GURREA-MARTINEZ A., *ibidem*.

²³¹ Singapore Newspaper and Printing Presses Act, Cap. 206, §10; si tratta, comunque, di azioni molto particolari che possono essere acquistate solo da cittadini residenti in Singapore o società il cui acquisto è stato approvato dal governo

²³² Il dibattito circa la necessità di rendere il mercato di Singapore maggiormente competitivo, introducendo la possibilità di quotazione per le società con *dual class shares*, è sorto in seguito al rifiuto del SGX di quotare la società del Manchester United, che è migrata verso il NYSE con un IPO del valore di 233milioni di dollari.

trovare il modo di contrastarli²³³. Rispetto agli Stati Uniti, dunque, Hong Kong si pone in posizione diametralmente opposta²³⁴: mentre Hong Kong impone requisiti specifici e stringenti per consentire la quotazione, le norme statunitensi forniscono strumenti di tutela da attuare in epoca successiva alla stessa.

Particolare, invece, è la situazione del Giappone; in seguito alle riforme operate nel 2008²³⁵ infatti, il Tokyo Stock Exchange classifica le azioni in base ai diritti di voto ad esse attribuiti in tre categorie: azioni con più diritti di voto delle altre classi, azioni senza diritti di voto e azioni con diritti di voto inferiori alle altre classi. La prima quotazione di rilievo, comunque, è sottoposta ad un controllo caso per caso operato dall'*exchange* per valutare sia il rispetto dei requisiti formali che di quelli sostanziali, ossia in particolare che la presenza di più categorie di azioni, differenziate come appena detto, e la quotazione non ledano i diritti degli azionisti individualmente considerati. La prima quotazione con *dual class shares structure* sul mercato giapponese, avvenuta nel 2014, è stata quella di Cyberdyne; la quotazione è avvenuta per due categorie di azioni, *common shares e Class B shares*, le quali hanno differenti diritti di voto (un'azione *superior* ha dieci volte i voti di un'azione *common*), ma uguali diritti quanto alla redistribuzione dei dividendi. Successivamente alla quotazione il TSE ha aggiunto ulteriori requisiti per la quotazione di società con più categorie di azioni differenti per diritti di voto, introducendo un controllo sull'appropriatezza della quotazione e la presenza di una *sunset clause*²³⁶.

14. La situazione attuale all'interno dei diversi ordinamenti: paesi che vietano il ricorso alla *dual class structure* per le società quotate nei mercati regolamentati.

Molti Paesi hanno deciso di porre un divieto alla quotazione delle società con *dual class shares*; tra essi, la Gran Bretagna, l'Australia, il Belgio, il Brasile, la Colombia, l'Ecuador, la Germania, la Malesia, la Polonia e la Spagna.

²³³ CARNEY R., CHILD T., *Changes of ownership and control of East Asian Corporations between 1996 and 2008: the Primacy Polics*, in *Journal of Financial Economics*, 2013, pp. 494-513.

²³⁴ TSANG K.F., *Listing destination of Chinese companies: New York or Hong Kong?*, in *Columbia Journal of Asian Law*, Columbia University Libraries and Columbia Law School, 2010, p. 360.

²³⁵ Tokyo Stock Exchange, *Listing System Improvement FY2008*, 27.5.2008, <http://www.jpx.co.jp/english/equities/improvements/general/tvdivq0000004iib-att/080527.pdf>

²³⁶ HUAN F., *Dual Class Shares Around the top global financial centres*, in *Journal of Business Law*, 2017, pp. 137-154.

Tale divieto in questi mercati è stato imposto principalmente per tre ordini di ragioni: *i)* il rischio del *moral hazard* e l'aumento degli *agency cost*; *ii)* ragioni legali legate alla necessità di un uguale trattamento degli azionisti quanto ai diritti di voto associati alle azioni; *iii)* l'influenza di certe *lobbies*.

Se sulle prime due abbiamo già ampiamente discusso, sia in senso positivo che negativo, quanto alla terza bisogna tenere in considerazione le diverse realtà esistenti nei vari Paesi.

In Gran Bretagna gli investitori istituzionali hanno assunto un ruolo fondamentale nella regolamentazione dei mercati, volto al perseguimento della maggiore tutela possibile per gli investitori stessi e gli azionisti, che ha favorito lo sviluppo di una forte disciplina a tutela degli azionisti nelle ipotesi di scalate ostili²³⁷. I Paesi dell'America Latina e dell'Europa, invece, sono stati, probabilmente, influenzati dalla dottrina giuridica continentale contraria all'allontanamento dalla *one-share one-vote rule*.

In Gran Bretagna la *one-share one-vote rule*, quindi, funge da regola di *default* in base alla §284 del *Companies Act* del 2006²³⁸; il *Premium Listing Principle 5* espresso nella *Listing rule 7.2.1.AR* stabilisce che “*A listed company must ensure that it treats all holders of the same class of its premium listed securities and its listed equity shares that are in the same position equally in respect of the rights attaching to those premium listed securities and listed equity shares*”²³⁹. Nell'ottobre del 2012, però, la Financial Court of Authority ha lanciato delle consultazioni in seguito alle pressioni provenienti dal mercato per aumentare gli strumenti a tutela degli azionisti di minoranza in tutte le ipotesi di società aventi un gruppo azionario di controllo, sfociato nella pubblicazione del *CP13/15 paper* nel novembre del 2013 e seguito dalla pubblicazione della *PS14/8 rule* nel maggio

²³⁷ LA PORTA R., LOPEZ DE SILANES F., SHEIFER A., VISHNY R., *Corporate ownership around the world*, in *Journal of Finance*, The American finance Association, 1999, pp. 471-517.

²³⁸ *Companies Act*, §284 *Votes: general rules*, (1) *On a vote on a written resolution (a) in the case of a company having a share capital, every member has one vote in respect of each share or each £10 of stock held by him, and (b) in any other case, every member has one vote. (2) On a vote on a resolution on a show of hands at a meeting (a) every member present in person has one vote, and (b) every proxy present who has been duly appointed by a member entitled to vote on the resolution has one vote. (3) On a vote on a resolution on a poll taken at a meeting (a) in the case of a company having a share capital, every member has one vote in respect of each share or each £10 of stock held by him, and (b) in any other case, every member has one vote. (4) The provisions of this section have effect subject to any provision of the company's articles.*

²³⁹ *Listing Rule 7.2.AR*, in <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/7/2.html>.

del 2014²⁴⁰. Sono stati, così, aggiunti due *Premium Listing Principles*²⁴¹, al fine di prevenire l'esistenza di più categorie di azioni differenziate per diritti di voto, create appositamente per fornire il controllo della società solo ad alcuni degli azionisti.

15. Un caso particolare: il voto doppio in Francia.

La legge del 13 novembre del 1993 ha sancito l'applicazione del principio di proporzionalità tra azioni possedute e numero di voti attribuiti ai soci, vietando, quindi, l'emissione di azioni a voto plurimo. Le uniche eccezioni, espressamente previste dalla legge, riguardavano le società miste con azionariato pubblico e le società con partecipazione di azionariato straniero²⁴².

Tale principio, però, è oggi mitigato dall'art. L225-123 del *Code du Commerce*, il quale prevede che lo statuto possa attribuire voto doppio alle azioni nominative, interamente liberate, che un soggetto detiene da un numero superiore a due anni²⁴³. Il secondo comma della norma, inoltre, prevede che possa essere attribuito il voto doppio in ipotesi di aumento di capitale con incorporazione di riserve, benefici o premi di emissione, alle azioni di nuova emissione subordinatamente al rispetto delle medesime regole vevoli per le azioni già possedute dal singolo azionista.

Da un confronto tra le differenti versioni che, nel tempo, ha assunto la norma si evince che nel 2014 è stato espunto il terzo comma che prevedeva l'attribuzione del voto doppio solo a favore di azionisti cittadini francesi, di uno Stato membro dell'Unione Europea, o di uno Stato facente parte dell'Accordo relativo allo Spazio Economico

²⁴⁰ *Rule PS14/8*, <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-08.pdf> e <https://www.fca.org.uk/publications/policy-statements/ps14-8-response-cp13-15-%E2%80%93-enhancing-effectiveness-listing-regime>.

²⁴¹ *Listing Rule 7.2.AR, ibidem; Premium listing principle 3*: “All equity shares in a class that has been admitted to premium listing must carry an equal number of votes on any shareholder vote. In respect of certificates representing shares that have been admitted to premium listing, all the equity shares of the class which the certificates represent must carry an equal number of votes on any shareholder vote”; *Premium listing principle*: “Where a listed company has more than one class of securities admitted to premium listing, the aggregate voting rights of the securities in each class should be broadly proportionate to the relative interests of those classes in the equity of the listed company”.

²⁴² ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *ibidem*.

²⁴³ ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *ibidem*; più precisamente il testo della norma è stato così modificato a partire del 2014; nella sua vecchia formulazione era prevista la possibilità che un'assemblea straordinaria attribuisse il voto doppio in un momento successivo a quello di costituzione della società, in <https://www.doctrine.fr/l/texts/codes/LEGITEXT000005634379/articles/LEGIARTI000006224989>.

Europeo. In base all'art. L225-124 del *Code du Commerce*, il voto doppio decade al momento della conversione dell'azione in azione al portatore o ove venga alienata, mentre permane in caso di successione, liquidazione della comunione di beni tra i coniugi, donazione tra vivi, fusione o scissione societaria. Infine, l'art. L225-125 del *Code du Commerce*, stabilisce che un limite al numero di voti esprimibili in assemblea possa essere previsto dallo statuto, purchè la limitazione sia imposta a tutti soci, a prescindere dalla categoria delle azioni possedute.

La particolarità delle azioni doppie è che esse non costituiscono una particolare categoria di azioni (come le *Class B shares* statunitensi e in questo sono simili alle azioni a voto maggiorato previste nel nostro ordinamento), bensì un sistema di attribuzione del diritto di voto, che viene riconosciuto a tutti gli azionisti che possiedono le azioni per un periodo superiore ai due anni, l'azione perde il voto doppio nel momento in cui viene ceduta. Inoltre, il diritto di voto doppio deve essere oggetto di particolare trasparenza sul mercato; lo statuto, infatti, sin dal momento della costituzione, deve indicare le modalità di esercizio del voto doppio e le eventuali limitazioni dello stesso²⁴⁴.

16. Il sistema tedesco.

Il testo legislativo del 1965 che regolava la disciplina delle società per azioni, *Aktiengesetz*, se, da una parte, imponeva il rispetto del principio *one-share one-vote*, dall'altra, tuttavia, consentiva l'emissione di azioni di differenti categorie, distinte in base ai diversi diritti patrimoniali assegnati alle stesse. Il § 11 dell'*Aktiengesetz*, infatti, ha stabilito che “*Shares may confer different rights, in particular with regard to the distribution of profits and assets. Shares conferring identical rights shall constitute one class*”. Il legislatore tedesco, però, ha consentito l'emissione di azioni a voto plurimo solo ove fosse stata precedentemente ottenuta un'autorizzazione del Ministero in tal senso, così da garantire una maggiore trasparenza circa la struttura proprietaria.²⁴⁵

Dopo l'entrata in vigore del *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich* nel 1998, però, è stata vietata l'emissione di azioni a voto plurimo; alle società che avevano emesso delle azioni a voto plurimo sono stati concessi cinque

²⁴⁴ ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *ibidem*; Institutional Investor Services, European Corporate Governance Institute (ECGI), studio legale Sherman & Sterling, *Report of the Proportionality Principle in the European Union*, *ibidem*.

²⁴⁵ CAHN A., DONALD D., *Comparative Company Law*, Cambridge, 2010, pp. 314 ss.

anni per eliminarle dalla propria struttura azionaria, effettuando un acquisto di azioni proprie. È stata, però, concessa la possibilità di mantenere tale categoria di azioni attraverso una delibera favorevole da parte dell'assemblea da adottarsi a maggioranza di almeno tre quarti del capitale sociale, esclusi i possessori delle azioni a voto plurimo²⁴⁶.

Per le società quotate, dunque, l'ordinamento tedesco prevede che ad ogni azione sia riconosciuto un solo voto, ad esclusione delle le azioni privilegiate prive del diritto di voto, i cui possessori, però, godono di un'ulteriore tutela; se, infatti, per un determinato periodo di tempo non si provvede al pagamento dei dividendi, il titolare di dette azioni acquisisce il diritto di voto, finché non siano pagate le somme dovute, e il suo voto viene computato ai fini del calcolo delle maggioranze previste dalla legge o dallo statuto²⁴⁷. Se, inoltre, i possessori di azioni ordinarie volessero modificare o eliminare i diritti patrimoniali incorporati nelle azioni privilegiate, è richiesto il consenso dei titolari di queste ultime²⁴⁸.

Quanto, invece, alle società di capitali non quotate, il legislatore tedesco ha previsto che lo statuto possa stabilire dei tetti massimi all'esercizio dei diritti di voto nell'assemblea²⁴⁹.

17. Dual class IPOs delle società cinesi sui mercati statunitensi.

Nonostante le critiche ed i rischi dell'utilizzo di una *dual class shares structure*, i vantaggi della stessa possono esser dimostrati attraverso l'analisi della quotazione delle società cinesi sul mercato statunitense. Quanto fin qui detto, circa l'importanza che la mancanza di un divieto di quotazione e negoziazione sui mercati delle società con *dual class shares structure* possiede ai fini di garantire la competitività tra gli *exchanges*, infatti, ha un riscontro nel fenomeno che ha portato molte società cinesi a decidere di quotarsi sui mercati americani, specie negli anni precedenti alla parziale apertura di Hong Kong di cui abbiamo già detto²⁵⁰.

²⁴⁶ CAHN A., DONALD D., *ibidem*.

²⁴⁷ CAHN A., DONALD D., *ibidem*; *Aktiengesetz* 118 §140.

²⁴⁸ *Aktiengesetz* 119 §141; il consenso deve essere stabilito attraverso l'approvazione di una delibera dell'assemblea speciale degli azionisti privilegiati, con maggioranza di tre quarti dei voti espressi.

²⁴⁹ FERRARINI G., *Un'azione-un voto: un principio europeo?*, in *Rivista delle società*, 2006, p. 49.

²⁵⁰ LI X., JIAO Y., YU M.T., ZHAO Y., *Founders and the decision of Chinese dual-class IPOs in the US*, in *Pacific-Basin Financial Journal*, 2019.

A causa delle restrizioni presenti sul mercato cinese e prima delle parziali aperture di Honk Kong e Singapore²⁵¹, tra il 2012 e il 2015 delle trentacinque società cinesi quotate sui mercati statunitensi il 67% possedeva una *dual class shares structure*, mentre negli stessi anni solo il 16% delle società americane quotate sugli stessi mercati possedeva delle *dual class shares*. L'origine dell'uso di una *dual class shares structure* tra le società cinesi si fa risalire alla quotazione NASDAQ di Baidu, avvenuta nel maggio del 2005, in cui le *superior shares* garantivano diritti di voto dieci volte superiori rispetto alle *inferior shares*. La successiva IPO di Alibaba del 2014, la più grande IPO della storia statunitense, ha superato i 230miliardi di dollari²⁵².

La quotazione sui mercati statunitensi di queste società è, evidentemente e principalmente, avvenuta perché i fondatori e i *boards* hanno deciso di aprirsi ai mercati volendo, però, mantenere il controllo della società; come abbiamo detto in precedenza, quindi, la possibilità di utilizzare una *dual class shares structure* può diventare un fattore determinante per la quotazione, come in questo caso è. Attraverso la quotazione sui mercati statunitensi, infatti, gli azionisti di maggioranza possono ottenere fondi per diversificare il proprio portafoglio, riducendo al contempo il rischio loro derivante dall'ampia partecipazione azionaria. Non stupisce, inoltre, il fatto che quasi tutte queste società siano legate alla tecnologia e, quindi, oltre che per le ragioni appena esposte, esse preferiscano una *dual class shares structure*, quale strumento che consente un maggior investimento quanto a *human capitals*²⁵³. Ovviamente, non possiamo non considerare

²⁵¹ Come abbiamo già avuto modo di dire nei paragrafi precedenti, la presenza di regole più restrittive, specie se consentono la quotazione solo dietro valutazioni dell'*exchange* (come per il SGX), sono un fattore che le società con *dual class shares structure* tengono attentamente in considerazione prima della quotazione. Si pensi a quanto avvenuto alla fine del 2020, quando la Ant, società controllata dal fondatore di Alibaba, si è candidata alla quotazione sia a Shanghai che ad Hong Kong. Il mercato di Shanghai bloccò la quotazione perché non riteneva che fossero stati rispettati i requisiti di quotazione e i criteri relativi alla corretta divulgazione delle informazioni; questo arresto ha portato alla decisione di sospendere anche la quotazione su Hong Kong, posto che, in seguito alla decisione dell'*exchange* cinese, il prezzo delle azioni di Alibaba a New York è crollato dell'8%, determinando 76miliardi di dollari di perdite; SANTAVECCHI G., *Alibaba (e Jack Ma) sotto choc. Persi oltre 76 miliardi in Borsa dopo lo stop alla super Ipo di Ant*, in *Corriere della sera*, https://www.corriere.it/economia/finanza/20_novembre_04/alibaba-jack-ma-sotto-choc-persi-oltre-76-miliardi-borsa-lo-stop-super-ipo-ant-7719ac24-1e75-11eb-9970-42ca5768e0fd.shtml, 4.11.2020; ANNICHIARICO A., *La Cina gela Jack Ma: sospesa l'Ipo di Ant Group, la più grande della storia*, in *Il Sole 24 Ore*, https://www.ilsole24ore.com/art/la-borsa-shanghai-congela-l-ipo-ant-group-piu-grande-storia-ADgNozz?refresh_ce=1, 3.11.2020.

²⁵² *Alibaba, Ipo record. Vale oltre 230 miliardi di dollari*, in *La Repubblica*, https://www.repubblica.it/economia/finanza/2014/09/19/news/alibaba_ipo-96119320/, 18.9.2014.

²⁵³ LI X., JIAO Y., YU M.T., ZHAO Y., *ibidem*.

anche il prestigio che, a livello mondiale, deriva ad una società dall'essere quotata su di un mercato americano.

Capitolo III

L'abbandono del principio "un'azione un voto": l'introduzione delle azioni a voto plurimo e delle azioni a voto maggiorato in Italia.

SOMMARIO: 1. Le azioni di risparmio – 2. Segue: l'assemblea speciale. – 3. Il superamento del principio un'azione un voto: il caso Fiat-Chrysler. – 4. La riforma del 2014: introduzione alle azioni a voto plurimo. – 5. Azioni a voto plurimo: analisi della disciplina. – 6. Il voto maggiorato. – 7. Profili problematici delle azioni a voto multiplo: invalidità delle delibere. – 8. Segue: determinazione dei *quorum* deliberativi. – 9. Le ricadute della riforma sulla disciplina dell'OPA. – 10. Le ricadute della riforma sulla disciplina delle operazioni straordinarie. – 11. Azioni a voto plurimo e diritto di recesso. – 12. Voto multiplo e società cooperative. – 13. Critiche alla riforma. – 14. Le modifiche al Regolamento emittenti: breve sintesi. – 15. Il Decreto Rilancio e la modifica prospettata e mai attuata.

1. Le azioni di risparmio.

Il progressivo abbandono all'interno del nostro ordinamento del principio "un'azione un voto" ha avuto inizio con la creazione delle azioni di risparmio ad opera della legge n. 216 del 7 giugno 1974, la quale ha convertito con modificazioni il decreto legge 8 Aprile 1974 n. 95, ossia quando il legislatore ha introdotto una categoria di azioni, la cui emissione è consentita solo a società quotate in borsa. Esse trovano il loro antecedente storico nei progetti di riforma della società per azioni degli anni sessanta del secolo scorso²⁵⁴; in questo periodo, infatti, si iniziava a percepire come alcuni azionisti fossero totalmente disinteressati verso la gestione della società, ma dovessero comunque esser tutelati, mentre era, allo stesso tempo, necessario far evolvere il sistema economico, rendendolo più efficiente²⁵⁵. L'obiettivo del legislatore all'epoca era, da una parte, la

²⁵⁴ Cfr. SANTORO V., *Dai progetti di riforma all'attuale miniriforma della società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1976, I, p. 872 ss.

²⁵⁵ DE VITIS S., *Le azioni di risparmio: sintesi storica*, in *intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Patronni Griffi A., Sandulli M., Santoro V. (a cura di), Giappichelli, 1999, pp. 987-1014. V. anche RISPOLI FARINA M., *Le "azioni di risparmio" democrazia e ooligarchia nella gestione della S.p.A.*, in *La recente riforma delle SpA* a cura di G. Minervini, Napoli, 1976, p. 277 ss.

separazione del ruolo del gruppo di controllo da quello dei soci risparmiatori, così che i risultati negativi derivanti dall'attività di indirizzo imprenditoriale ricadessero solo sul primo, e, dall'altra, a mo' di compensazione quello di rafforzare la posizione patrimoniale degli azionisti titolari di azioni di risparmio proprio perché privi di influenza gestoria²⁵⁶. Dunque, attraverso tale riforma, il legislatore aveva assicurato un ampliamento dei soggetti finanziatori delle imprese quotate, consentendo l'ingresso nelle medesime di azionisti interessati non tanto alla loro gestione quanto alla natura speculativa dell'investimento; in questo modo nella società convivono soci che amministrano e soci azionisti di risparmio concentrati solo sul risultato economico di tale gestione²⁵⁷.

Parte della dottrina, nell'immediatezza della creazione dell'istituto delle azioni di risparmio, non le ha considerate quali vere e proprie azioni della società, quanto, piuttosto, titoli partecipativi a causa di alcuni loro caratteri intrinseci, ossia l'esclusione del diritto di partecipazione e di voto tanto nell'assemblea ordinaria quanto in quella straordinaria o la postergazione nella partecipazione alle perdite, assimilando in tal modo il rapporto incorporato nell'azione di risparmio a quello sottostante ai contratti di finanziamento, sull'assunto che lo *status* di socio deve necessariamente prevedere l'esercizio del diritto di voto, in assenza del quale si possono vantare solo pretese creditorie nei confronti della società²⁵⁸. Successivamente, è prevalsa l'opinione che esse siano titoli partecipativi del rapporto esistente fra la società emittente e l'azionista di risparmio. In tal senso è derivata la consapevolezza che tra gli elementi costitutivi delle azioni di risparmio "è da ricomprendere la partecipazione al rischio di impresa come azionisti, con riferimento sia al rimborso che alla remunerazione del capitale. Per questa via si è giunti ad escludere che il rapporto società-azionista di risparmio possa essere qualificato in termini di contratto di credito, anche nella versione del mutuo con clausola parziaria"²⁵⁹.

La riforma societaria del 2003, sancendo il principio di atipicità delle azioni ha ampliato la flessibilità statutaria nell'emissione di categorie speciali delle stesse; la

²⁵⁶ FERRI G., *La filosofia della miniriforma delle società per azioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, I, 1975, 218, asseriva che "le determinazioni sociali sia per quanto riguarda l'azione economica della società sia per quanto riguarda la struttura e le sue dimensioni sono fuori dalla competenza e dall'influenza degli azionisti risparmiatori".

²⁵⁷ FERRO-LUZZI P., *Le azioni di risparmio; "vingt ans après"*, in Aa Vv, *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, p. 243; FERRI G., *Il Decreto Legge 8 aprile 1974, n. 95 e le modificazioni apportate con la legge di conversione*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1974, I, 192.

²⁵⁸ SPADA P., *Le azioni di risparmio*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1974, p. 600.

²⁵⁹ TOMBARI U., *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. Soc.*, 2002, p. 1109.

disciplina delle azioni di risparmio ha, però, mantenuto i caratteri su esposti. L'emissione di azioni di risparmio può essere effettuata da parte di società quotate sia in sede di aumento del capitale sociale che è in sede di conversione di azioni già emesse, consentendo, da una parte, di fare ricorso ad un numero maggiore di canali per il finanziamento dell'impresa, dall'altra parte di distinguere le posizioni giuridiche dei soci possessori di azioni di risparmio rispetto a quelle dei soci ordinari e, infine, determinando una minore contendibilità della società emittente²⁶⁰. L'articolo 145 del TUF rimette, inoltre, all'atto costitutivo della società emittente l'individuazione del contenuto del privilegio, oltre che delle condizioni, limiti, modalità e termini per il suo esercizio²⁶¹.

Indubbiamente, comunque, le caratteristiche del privilegio patrimoniale attribuito alle azioni di risparmio non devono essere tali da dar vita, di fatto, al patto leonino vietato dalla legge; nell'attribuzione del privilegio si dovrà quindi tener conto del fatto che l'azionista di risparmio partecipa, comunque, al rischio imprenditoriale poiché se, da un lato, matura il diritto ad una remunerazione privilegiata del proprio investimento soltanto ove vengano prodotti dei dividendi, o comunque la società disponga di risorse disponibili alla distribuzione, dall'altro, può ottenere in caso di scioglimento della società un rimborso totale o parziale della propria quota soltanto successivamente al soddisfacimento dei creditori sociali²⁶².

L'ampliamento dei diritti patrimoniali, però, è contrapposto ad una compressione dei diritti partecipativi, al punto tale che, non solo è precluso l'esercizio del diritto di voto nell'assemblea, ma anche il semplice diritto di intervento nell'assemblea ordinaria o straordinaria dei soci. La dottrina più recente ha precisato che alle azioni di risparmio è precluso, oltre che il voto, anche l'esercizio di altri diritti amministrativi, quali quello di convocare l'assemblea generale *ex art. 2367 c.c.*, di promuovere l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori *ex art. 2393 bis c.c.*, di denuncia al collegio sindacale *ex art. 2408 c.c.*, di denuncia al tribunale *ex art. 2409 c.c.* e, infine, il diritto di impugnare una deliberazione assembleare annullabile ma, nel caso in cui abbiano sofferto un danno,²⁶³ potranno, evidentemente, esercitare l'azione di risarcimento. Le suddette indicazioni

²⁶⁰ TOMBARI U., *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. Soc.*, 2007, p. 266.

²⁶¹ ABRIANI N., *Azioni di risparmio*, in *Digesto delle discipline privatistiche, sez. comm.*, Torino, 2000, p. 56.

²⁶² GIAMPAOLINO C. F., *Sub. art. 145 del Tuf*, in *Il testo unico della Finanza*, Torino, 2012, p. 1906.

²⁶³ PRESTIPINO M., *Sub artt. 145-147 del Tuf*, in F. Vella (a cura di), *Commentario TUF*, Torino, 2012, p. 1542; GIAMPAOLINO C.F., *op. cit.*, p. 1912.

dottrinali sono condivisibili perché coerenti con il principio che si ricava dal sistema, vale a dire quello di complessiva esclusione dell'azionista di risparmio dai diritti amministrativi, esclusione che potrebbe essere superata solo da un'esplicita disposizione in senso contrario del legislatore.

Proprio quest'ultimo prevede, nell'art. 145 del TUF, che gli azionisti di risparmio godano del diritto di opzione sulle azioni di risparmio della medesima categoria in caso di aumento del capitale sociale, d'altra parte il diritto di opzione ha un importante contenuto patrimoniale. Qualora l'esercizio dell'opzione non fosse possibile nei termini suddetti, esso potrebbe essere esercitato (anche per l'eventuale differenza) su azioni di risparmio appartenenti a diversa categoria, a seguire su azioni privilegiate e infine, in mancanza di altra possibilità anche su azioni ordinarie.

2. Segue: l'assemblea speciale.

L'art. 146 del TUF disciplina, poi, il funzionamento dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio, in parte derogando all'articolo 2376 del codice civile ed in parte ampliando il perimetro delle competenze nell'assemblea speciale rispetto a quanto disposto nel codice stesso; indubbiamente, però, la competenza assembleare più rilevante è quella prevista alla lett. *b*), ossia l'approvazione delle deliberazioni dell'assemblea della società qualora queste ultime possano pregiudicare i diritti della categoria. La deliberazione, a monte, dell'assemblea generale sarà, pur sempre, valida ma inefficace finché non sarà stata votata dall'assemblea speciale dei titolari di azioni di risparmio.

Ciò che, comunque, rileva al fine di individuare la competenza dell'assemblea speciale è il concetto di pregiudizio; la dottrina e la giurisprudenza ritengono che esistano tre diverse categorie di pregiudizio:

- *pregiudizio di diritto diretto*, il quale si rinviene ogni qualvolta viene alterato in via diretta un diritto espressamente attribuito alla categoria azionaria;
- *pregiudizio di mero fatto*, nel quale si identificano tutte le conseguenze negative, di fatto derivanti alle aspettative e agli interessi economici degli azionisti speciali ²⁶⁴;

²⁶⁴ Trib. Torino, 24 novembre 2000, in *Società*, 2001, p. 991; Trib. Roma, 20 marzo 1995, in *Dir. Fall.*, 1995, II, p. 910; dove, peraltro, si precisa che le deliberazioni dell'assemblea idonee ad arrecare un pregiudizio di diritto diretto richiedono necessariamente l'approvazione dell'assemblea speciale della categoria pregiudicata, mentre non esiste nessun obbligo di

- *pregiudizio di diritto indiretto*, questo caso è stato oggetto di una discussione particolarmente ampia; infatti, alcuni attribuiscono rilievo solo a quel pregiudizio che consegue all' incremento dei diritti attribuiti ad una categoria azionari già esistente o appositamente creata; altri affermano, come già ho indicato poco sopra, la necessità dell'approvazione dell'assemblea speciale laddove la delibera dell'assemblea generale sia idonea a ledere in maniera differenziata azionisti appartenenti a differenti categorie²⁶⁵ o a determinare un' alterazione del rapporto percentuale tra le diverse categorie di azioni.

Non integrano, invece, secondo l'orientamento prevalente un pregiudizio le azioni che alterano quantitativamente la proporzione esistente fra le categorie azionarie già in circolazione, in quanto “gli azionisti di categoria non hanno un diritto al rango e, quindi, a mantenere la stessa incidenza percentuale sul capitale rispetto agli azionisti ordinari, se non si è realizzato alcun pregiudizio ai diritti di categoria”²⁶⁶. In ogni caso, in presenza di modificazioni concernenti i diritti di voto o di partecipazione, gli azionisti di risparmio che non hanno concorso all' approvazione della delibera possono recedere *ex* articolo 2437, comma 1, lett. g), c.c.. L'assemblea speciale è, infine, competente a deliberare un'azione di responsabilità nei confronti del rappresentante comune, se dal suo operato è derivato un danno alla intera categoria e non ad un singolo azionista di risparmio²⁶⁷.

Il rappresentante comune è organo preposto alla tutela degli azionisti di risparmio e, a tale scopo, la legge gli attribuisce, inderogabilmente, alcuni poteri, altri ancora gli possono essere assegnati per previsione statutaria della società emittente.

I poteri legali del rappresentante comune consistono nella facoltà di impulso ed esecuzione dell'attività deliberativa dell'assemblea speciale e in poteri di vigilanza nei confronti della società in funzione degli interessi della categoria speciale e in rappresentanza della stessa.

convocare l'assemblea speciale laddove sorga l'ipotesi in cui il pregiudizio arrecato sia di mero fatto.

²⁶⁵ COSTI R., D'ALESSANDRO F., *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. Comm.*, I, 1990, p. 583.

²⁶⁶ Trib. Milano, 8 luglio 2004, in *Giur. It.*, 2005, 307; FERRI G., in *F. Vassalli (diretto da), Trattato di diritto civile*, Torino, 1987, p. 475; COSTI R., *op. cit.*, p. 572.

²⁶⁷ GIAMPAOLINO C. F., *op. cit.*, p. 1921.

3. Il superamento del principio un'azione un voto: il caso Fiat-Chrysler.

Il quadro appena delineato, che non mira in alcun modo ad essere esaustivo nell'analisi delle azioni di risparmio, dimostra che il legislatore si è progressivamente allontanato da quei principi che, invece, avevano costituito il cardine del codice civile del 1942. Nonostante, infatti, le azioni di risparmio non abbiano, nella prassi, riscosso un grande successo tra il pubblico degli investitori, esse sono importanti sotto il profilo sistematico, proprio perché indicative del progressivo abbandono del principio un'azione un voto, nonché del suo corollario consistente nel legame, in passato ritenuto

Da quanto analizzato in questo lavoro nei capitoli precedenti, possiamo dire che la regola un'azione un voto comprende sei corollari:

1. tutte le azioni hanno diritto ad almeno un voto;
2. ogni azione ha diritto ad un voto in tutte le assemblee;
3. l'attribuzione e l'esercizio del diritto di voto non sono subordinati ad alcuna condizione;
4. nessuna azione può consentire l'esercizio di più di un voto;
5. il voto di chi ha più azioni vale tanti voti quante sono le azioni possedute per le quali interviene all'assemblea;
6. solo chi è legittimato dal possesso qualificato di azioni può intervenire all'assemblea e può votare²⁶⁸.

Tale principio, di ampia diffusione a livello europeo²⁶⁹, ha subito nel nostro Paese una battuta d'arresto in seguito al caso Fiat- Chrysler. Questo noto episodio ha destato grande clamore: la fusione delle due case automobilistiche ha aperto la possibilità per gli azionisti di Fiat di accedere all'istituto della maggiorazione del voto previsto dal diritto olandese, seppur dallo stesso poco utilizzato. Per altro, l'applicazione è stata occasionale. Come si evince dalla nota illustrativa, che accompagnava il progetto di fusione, legittimati ad ottenere le azioni speciali, sono stati tutti gli azionisti Fiat che avessero detenuto, senza interruzioni, azioni ordinarie dal 23 luglio 2014 (*record date* coincidente con la data dell'assemblea straordinaria Fiat) fino alla data di efficacia della fusione.

²⁶⁸ Cfr., in tal senso, SPOLIDORO M. S., *op. cit.*

²⁶⁹ Quanto all'evoluzione negli altri paesi, v. il capitolo precedente.

La fusione transfrontaliera²⁷⁰ è stata effettuata tra la Fiat S.p.A. e la Fiat Investments N.V., società per azioni di diritto olandese costituita appositamente per operare la fusione. In seguito all'esecuzione della fusione transfrontaliera, Fiat S.p.A. è stata incorporata in FCA, società il cui capitale era interamente e direttamente detenuto da Fiat S.p.A.; in base al rapporto di cambio previsto nel progetto di fusione, gli azionisti di Fiat hanno ricevuto Azioni ordinarie FCA, mentre i soggetti legittimati a farne richiesta hanno ricevuto azioni a voto speciale. La società incorporante olandese, con sede legale ad Amsterdam, ha emesso capitale per un valore di 350.000 €, suddiviso in 35 milioni di azioni ordinarie, con valore nominale pari a 0,01 € ciascuna, e di capitale autorizzato è stato di un milione di euro.

La Fiat S.p.A., società per azioni di diritto italiano, aveva un capitale sociale di 4.478.046.214,84 €, interamente sottoscritto e versato, e numero di azioni ordinarie pari a 1.250.850.898, aventi valore nominale di 3,58 € ciascuna. In seguito alla fusione, tutte le azioni di Fiat S.p.A. emesse sono state annullate e, in sostituzione delle stesse, FCA ha assegnato un'azione ordinaria (avente valore nominale pari a 0,01 € ciascuna) per ogni azione ordinaria di Fiat S.p.A. (avente valore nominale di 3,58 € ciascuna). Le azioni a voto speciale, invece, non hanno costituito parte del rapporto di cambio e sono state assegnate agli azionisti di Fiat S.p.A. che avessero soddisfatto i seguenti requisiti, cioè avere:

- i. partecipato alla assemblea straordinaria di Fiat S.p.A;
- ii. detenuto ininterrottamente azioni ordinarie di Fiat S.p.A. dalla *record date* alla data di efficacia della fusione;
- iii. inviato un modulo debitamente compilato, unitamente ad una procura speciale;
- iv. inviato una dichiarazione, sottoscritta da un intermediario, che attestasse la suddetta ininterrotta detenzione di azioni ordinarie di Fiat S.p.A.

Le azioni FCA aventi diritto di voto speciale sono iscritte, poi, in un registro tenuto dalla società stessa e non possono essere alienate, cedute, trasferite, date impegno o.

²⁷⁰ La direttiva 2005/56/CE ha colmato una lacuna fino ad allora presente nel diritto societario a causa dei conflitti tra le normative nazionali applicabili alle fusioni transfrontaliere delle imprese commerciali. Obiettivo della direttiva è stato cercare di stabilizzare i *foreign direct investments*, da sempre fonte di instabilità, costituiti da investimenti effettuati da soggetti residenti in un paese e destinati ad imprese poste in uno stato diverso, così da ottenere nel medio lungo periodo interessi, partecipando attivamente alla gestione dell'impresa.

soggette a qualsivoglia peso o gravame fino a quando saranno iscritte in tale registro. Ciascun titolare di azioni a voto speciale può richiedere che esse siano cancellate dall'apposito registro, tuttavia, in tal caso, l'azione FCA cesserà di essere un'azione speciale e potrà essere trasferita liberamente, mentre l'azione a voto speciale connessa verrà trasferita a FCA senza corrispettivo.

Come si legge nel progetto di fusione, obiettivo principale dell'operazione era valorizzare la capacità attrattiva della società nei confronti degli investitori internazionali, rendendo più agevole la quotazione delle azioni ordinarie sul New York Stock Exchange (il "NYSE"), a seguito dell'acquisizione da parte di Fiat S.p.A., attraverso una società controllata, di una partecipazione totalitaria nel capitale sociale di Chrysler Group LLC, precedentemente perfezionata. Il consiglio di amministrazione, avvalendosi di tale operazione riteneva che sarebbe stato possibile reperire maggiori risorse finanziarie ed effettuare acquisizioni o investimenti strategici nel prossimo futuro, ciò proprio nella logica del miglioramento dell'accesso al mercato dei capitali favorito dalla quotazione sia sul NYSE sia sul Mercato Telematico Azionario; altro vantaggio sarebbe consistito nel premio alla fedeltà degli azionisti, attribuito appunto a quelli di lungo periodo²⁷¹.

In seguito all'operazione oggi il gruppo Exor ha ottenuto un vantaggio considerevole in termini di leva finanziaria: quello di detenere il controllo di FCA attraverso la titolarità di un'esigua percentuale di azioni, ma appunto, dotate di voto multiplo.

4. La riforma del 2014: azioni a voto plurimo.

Sull'onda del caso Fiat-Chrysler il legislatore italiano ha deciso di intervenire in modifica delle norme azionarie per far sì che il nostro Paese fosse nuovamente attrattivo, in un'ottica di concorrenza tra ordinamenti, per società, specie di grandi dimensioni, che volessero richiamare nel medio-lungo periodo nuovi investitori, attuando al contempo una sorta di personalizzazione dell'investimento azionario²⁷².

A tal fine, il decreto legge n. 91 del 2014, convertito con la legge n. 116/2014, ha istituito le azioni a voto plurimo e le azioni a voto maggiorato, prevedendo che le prime

²⁷¹ MARCHETTI P., *Le fusioni transfrontaliere del gruppo Fiat-Chrysler*, in *Riv. Società*, 2014, p. 1124.

²⁷² TOMBARI U., *Le azioni a voto plurimo*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Torino, 2016, p. 13.

possano essere emesse da società non quotate, mentre le seconde possano esserlo dalle società quotate in borsa.

In seguito a tale riforma l'impianto originario presente nel codice nel 1942 circa la disciplina del diritto di voto nella società per azioni contenuta nell'articolo 2351 del codice civile, che esprimeva il principio un'azione un voto, già modificata nel 2003, è stata ribaltata per consentire l'emissione di azioni a voto multiplo.

La nuova disciplina riscrive le regole connesse al legame tra azione e voto. Dopo il colpo assestato dall'introduzione delle azioni di risparmio, la riforma del 2014 ha relegato il principio "una azione un voto" nell'alveo delle norme meramente dispositive²⁷³, consentendo deroghe che possono andare anche al di là di quelle oggetto del presente lavoro. Infatti, occorre tenere conto del fatto che l'art. 2351 c.c., nel testo vigente, estende alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio la possibilità di introdurre tramite statuto sia clausole di voto massimo, ad esempio stabilendo che fino ad una certa percentuale di capitale posseduto ogni azione attribuisce un voto, che clausole di voto scalare, ossia il voto per scaglionamenti; l'autonomia statutaria può graduare in vario modo il diritto di voto, attraverso l'emissione di azioni a voto limitato, senza voto o a voto subordinato, con l'unico limite che il valore di esse non può complessivamente superare la metà del capitale sociale. La riforma del 2014 ha, quindi, soppresso il divieto di emissione di azioni a voto multiplo, consentendo l'emissione di azioni a voto plurimo che posso attribuire al loro possessore fino ad un massimo di tre voti.

La disposizione in esame ha sollevato numerose critiche, già a causa della celerità con cui il legislatore ha deciso di mettere in opera la riforma, impedendo un adeguato dibattito scientifico e un esame accurato del contesto economico in cui le nuove regole avrebbero operato²⁷⁴. A ben riflettere siamo ben lontani dall'accuratezza del dibattito che ha caratterizzato il lavoro di giuristi ed economisti all'inizio dello scorso secolo e di cui si è dato conto nel primo capitolo di questo lavoro.

²⁷³ LA SALA G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nelle società per azioni*, Torino, 2011; STAGNO D'ALCONTRES A., *Art. 2351*, in *Società di capitali, Commentario*, Niccolini G., Stagno D'Alcontres A. (a cura di), Napoli, 2004, p. 301; ANGELILLIS A., VITALI M. L., *Art. 2351*, in *Commentario alla riforma della società, Azioni*, Milano, 2008, p. 399.

²⁷⁴ ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *La deviazione dal principio "un'azione-un voto" e le azioni a voto multiplo*, in *Quaderni giuridici Consob*, 2014, p. 48; LAMANDINI M., *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, p. 491

Solo *a posteriori*, la dottrina si è interrogata riguardo alle conseguenze che l'introduzione delle azioni a voto plurimo avrebbe avuto sulle società non quotate, giungendo, ciò nonostante, alla conclusione che le novità avrebbero potuto favorire la quotazione in borsa, da una parte, in considerazione della circostanza che il socio fondatore godrebbe di maggiore libertà nel definire l'assetto proprietario che meglio può bilanciare il *trade off* fra controllo ed opportunità di raccolta di risorse sul mercato, dall'altra potrebbe aumentare i ricavi derivanti dall'offerta complessiva di vendita e/o sottoscrizione in fase di *initial public offering*, riducendo i costi di quotazione²⁷⁵. Senza contare, poi, che a prescindere dalla decisione di quotare o no la società su un mercato, le azioni a voto plurimo assicurano l'introduzione e il mantenimento di un "governo stabile dell'impresa" con particolari vantaggi sia per le società familiari, sia per quelle a partecipazione pubblica²⁷⁶.

Le azioni a voto plurimo favorirebbero, in definitiva, un assetto costituzionale in cui la detenzione del controllo non è collegata alla corrispondente quota di rischio,²⁷⁷ attuando la più grande scissione tra potere di gestione e rischio di impresa, fino ad allora solo ipotizzata ad opera della dottrina dei primi del Novecento.

L'Abriani estremizza tali conseguenze attraverso un semplice esercizio matematico, che però coglie nel segno la questione; l'Abriani calcola che, qualora una società dovesse emettere una sola categoria di azioni a voto plurimo, assegnando a ciascuna di esse tre voti, per il 25% più uno del capitale, rappresentato per la rimanenza da azioni ordinarie, tale categoria sarebbe in grado di esercitare un controllo di diritto sulla società²⁷⁸. Più complesso è, invece, il quadro laddove si ipotizzi che la società potrebbe emettere sia azioni a voto plurimo che azioni prive di voto, ovviamente rispettando i limiti imposti per queste ultime: in tal caso se in una società per azioni il capitale fosse rappresentato per la metà da azioni prive del diritto di voto e per un ottavo

²⁷⁵ ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *ibidem*, p. 51 ss; ci ricordano che proprio negli USA le azioni a voto plurimo hanno ampia diffusione tra le startup innovative in fase di quotazione per attribuire ai soci fondatori potere decisionale superiore a quello attribuito ai soci ordinari; MASSELLA DUCCI TERI B., *Voto plurimo e voto maggiorato*, in *Digesto disc. Priv., Sez. comm.*, vol. 7, Torino, 2015, p. 627; ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato* (Circolare del 7 aprile 2015, n. 10), p. 8; contro tale ricostruzione, invece VENTUROZZO M., *Un'azione un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, p. 512.

²⁷⁶ TOMBARI U., *ibidem*, p. 20.

²⁷⁷ BARCELLONA E., *Rischio e potere nel diritto societario riformato fra golden quota di S.r.l. e strumenti finanziari di S.p.a.*, Torino, 2012, p. 18ss.

²⁷⁸ ABRIANI N., *op. cit.*, p. 12.

più uno da azioni a voto plurimo cui sono attribuiti tre voti cadauna, i possessori di queste ultime sarebbero, già così, nella condizione di esercitare un controllo di diritto sulla società²⁷⁹. Osserva, ancora, Abriani che “in una prospettiva di successione generazionale si potrà garantire la continuazione della gestione in capo all’erede individuato come il più dotato attribuendogli una quota del 14% del capitale, rappresentata da azioni a voto triplo, ripartendo tra gli altri due figli le azioni ordinarie in due quote paritarie, pari ciascuna al 18% del capitale, e lasciando al consorte superstite il 50% di azioni senza voto”²⁸⁰.

L’abrogazione del divieto, posto con il codice del 1942, di emettere azioni a voto plurimo determina, dunque, un’espansione dell’autonomia privata, già iniziata con la riforma del 2003, che pare dare finalmente risposta alle considerazioni espresse dalla dottrina (favorevole a tale evoluzione) degli anni venti del Novecento.

Quanto alle finalità che hanno spinto il legislatore ad attuare tale riforma, innanzitutto esse sono riscontrabili nella volontà di contribuire alle finanze statali: può, infatti, avvalersi di questo strumento la proprietà azionaria pubblica, che per sua natura non ha carattere speculativo ed indubbiamente è una proprietà di lungo termine; essa potrà avvalersi dello strumento voto maggiorato per alienare nuove *tranches* di partecipazioni (oltre a quelle già alienate in fase di privatizzazione delle società a partecipazione pubblica), facendo cassa ma senza ridurre la situazione di potere nella società²⁸¹. È pur vero, però, che in un mercato finanziario efficiente l’alienazione di partecipazioni prive del diritto di voto non potrebbe che determinare un abbassamento del valore delle stesse, con la conseguenza di un incasso certamente minore, che dovrà esser valutato nell’ottica della convenienza dell’operazione poiché l’alienazione determinerà, in aggiunta, una minor percezione di dividendi²⁸².

²⁷⁹ BIONE M., *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: notarelle sul tema*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, p. 271.

²⁸⁰ ABRIANI N., *ibidem*.

²⁸¹ ABRIANI N., ANGELICI A., CALANDRA BUONNAURA V., CIOCCA N., COSTI R., DENOZZA F., GUIZZI G., LIBERTINI M., MONTALENTI P., SCOGNAMIGLIO G., VELLA F., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell’OPA*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, pp. 211-253.

²⁸² ABRIANI N., ANGELICI A., CALANDRA BUONNAURA V., CIOCCA N., COSTI R., DENOZZA F., GUIZZI G., LIBERTINI M., MONTALENTI P., SCOGNAMIGLIO G., VELLA F., *ibidem*, p. 215; come fa notare Angelici, comunque, le società a partecipazione pubblica danno generalmente dividendi positivi di valore superiore al tasso del debito pubblico; un’alienazione delle partecipazioni, quindi, determinerebbe sicuramente delle perdite nel lungo periodo, a fronte di un vantaggio ottenuto solo nella fase iniziale dell’operazione, ossia al momento dell’alienazione delle partecipazioni.

La *ratio* delle nuove disposizioni, comunque, può essere rintracciata nella volontà di incentivare, con il voto maggiorato, gli investimenti di lungo termine, coinvolgendo gli investitori istituzionali e aumentando l'attrattiva del mercato italiano per le società straniere, oltre che nel perseguimento, tramite il voto plurimo, dell'obiettivo di consolidare la posizione del socio fondatore e/o di controllo ²⁸³.

5. Azioni a voto plurimo: analisi della disciplina.

Quanto alla disciplina, occorre in primo luogo rilevare che l'ultimo periodo del comma 4 dell'art. 2351 c.c. limita ad un numero di massimo tre i voti attribuibili ad un'azione a voto plurimo. Al riguardo la dottrina ha, anzitutto, denotato che, non essendo stato posto alcun limite a riguardo dal legislatore, le azioni a voto plurimo potrebbero rivestire l'intero complesso delle azioni di cui è composto il capitale sociale, seppur ciò non avrebbe nessuna finalità pratica, così come è ammissibile la creazione di più categorie di azioni a voti plurimo, che potrebbero esser distinte per il numero di voti attribuiti per azione o per il modo in cui si configura il voto in una materia piuttosto che in un'altra ²⁸⁴.

Mentre, infatti, per le azioni a voto limitato, condizionato o senza voto il legislatore ha posto il limite del secondo comma dell'art. 2351 del codice civile, prima analizzato, quanto alle azioni a voto plurimo egli non ha fissato alcun limite all'emissione, né ha stabilito un tetto massimo di voti che un singolo azionista, detentore di più azioni a voto plurimo, può complessivamente esercitare. Il legislatore ha, inoltre, specificato che il voto plurimo può essere configurato come tale anche con limitazione a particolari argomenti o al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative²⁸⁵.

La disciplina esaminata, però, non trova applicazione nelle società per azioni quotate, poiché, come segnalato anche dall'inciso "salvo quanto previsto dalle leggi speciali", l'art. 127-*sexies* del Tuf vieta alle società quotate l'emissione di azioni a voto

²⁸³ ABRIANI N., ANGELICI A., CALANDRA BUONNAURA V., CIOCCA N., COSTI R., DENOZZA F., GUIZZI G., LIBERTINI M., MONTALENTI P., SCOGNAMIGLIO G., VELLA F., *ibidem*, p. 223.

²⁸⁴ ASSONIME, *op. cit.*, p. 13; Massima n. 46 del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, in *Orientamenti dell'Osservatorio sul Diritto Societario*, Milano, 2016, p. 93.

²⁸⁵ ABRIANI N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giustiziacivile.com*, osserva come, da una parte, si tratta di una condizione sospensiva, in quanto il diritto di voto sino al verificarsi della condizione è sospeso e, dall'altra, che ben potrebbe essere attribuito un diritto di voto plurimo risolutivamente condizionato al verificarsi di una determinata condizione.

plurimo. Più complessa è la situazione di quelle società che hanno emesso azioni a voto plurimo in epoca precedente alla loro quotazione. In tale ultimo caso le azioni plurime mantengono le caratteristiche ed i diritti loro attribuiti *ante* quotazione e sono soggette sia al dettato del quarto comma dell'articolo 2351, sia alle norme dell'articolo 127-*sexies*, il quale, infatti, stabilisce che le società che hanno emesso azioni a voto plurimo *ante* quotazione possono emettere nuove azioni, anch'esse, però, a voto plurimo (non si può, infatti, fare ricorso ad altra forma di maggiorazione del voto in tale ipotesi) ed aventi le medesime caratteristiche di quelle già esistenti, nei casi di aumento di capitale e di fusione o scissione, ma sul punto si argomenterà meglio *infra*.

6. Il voto maggiorato.

Il legislatore della riforma del 2014 ha individuato nel voto plurimo la soluzione per rendere maggiormente competitive sui mercati le società non quotate; quanto alle società quotate, a causa dei meccanismi particolari determinati dalla quotazione stessa, il sistema di maggiorazione del voto appare come un incentivo all'investimento in borsa; non stupisce, infatti, la previsione che la maggiorazione venga differita al momento dell'ammissione alla negoziazione sul mercato quale premio per il mantenimento del possesso per un certo periodo *ante* quotazione.

La maggiorazione del voto opera come una condizione, nel senso che le azioni a voto maggiorato non sono una categoria a sé, ma essa è attribuita direttamente all'azionista in quanto tale, purché soddisfatti determinati requisiti. Infatti, ha diritto alla maggiorazione fino ad un massimo di due voti l'azionista cui l'azione appartiene per un periodo di tempo previsto dallo statuto, non inferiore per legge a ventiquattro mesi, decorrenti dall'iscrizione in un apposito elenco, iscrizione che il socio stesso deve aver cura di eseguire.

Si determina, con ciò, una situazione che è stata equiparata a quella del voto scaglionato *ex art.* 2351, comma 3, c.c. laddove se nello scaglionamento il socio può influire sullo stesso modificando il possesso delle azioni detenute, nel caso della maggiorazione egli può decidere se fruirne o meno attraverso l'iscrizione o la cancellazione sull'apposito registro. Peraltro, essendo la maggiorazione del voto una sorta di premio attribuito al socio e non una caratteristica di un tipo di azioni, essa può essere

attribuita a qualsiasi tipo di azione, ad eccezione delle azioni prive del diritto di voto ²⁸⁶ ; tuttavia, l'ipotesi più frequente è quella dell'attribuzione del voto maggiorato alla sola categoria delle azioni ordinarie.

La riforma, quindi, ha lasciato ampio spazio all'autonomia statutaria, ad eccezione dell'unico limite della fedeltà del soggetto quale socio per almeno ventiquattro mesi, decorrenti dall'iscrizione nell'apposito elenco. Dubbi sono sorti, però, circa il significato da attribuire al concetto di appartenenza dell'azione, perché una cosa è essere possessore dell'azione ed un'altra è poter esercitare il voto. Proprio in considerazione di tale distinzione si è giunti alla conclusione che l'attribuzione del voto deve essere equiparata alla cessione dell'azione nelle materie per le quali sono legittimati al voto soggetti diversi rispetto al titolare dell'azione, quali, ad esempio, il creditore pignoratizio e l'usufruttuario, a meno che il titolare dell'esercizio del voto possa rinunciare ed effettivamente rinunci a quest'ultimo in favore del socio titolare dell'azione ²⁸⁷.

Bisogna a questo punto, prima di analizzare i profili problematici attinenti tanto alle azioni a voto plurimo quanto alle azioni a voto maggiorato, considerare le caratteristiche sostanziali fin qui analizzate che le differenziano, segnalare che il legislatore ha previsto una sorta di incompatibilità tra le stesse. A tal riguardo l'articolo 127-*sexies* TUF pone la società quotata dinanzi ad alcune scelte. Si consideri, infatti, che se la società *ante* quotazione ha emesso azioni a voto plurimo, essa dovrà necessariamente optare, *post* quotazione, tra l'una o l'altra via: se si mantengono le azioni a voto plurimo, allora non potrà operare la maggiorazione di voto, mentre, se si vuol far ricorso a quest'ultima, le azioni a voto plurimo già emesse dovranno essere convertite. In questo ultimo caso sarà necessaria una deliberazione dell'assemblea speciale degli azionisti e il venir meno delle azioni a voto plurimo comporta la azionabilità del diritto di recesso da parte dei loro possessori, ma sul punto meglio diremo in seguito. Quanto invece all'introduzione della maggiorazione di voto, essa non comporta la possibilità di esercitare il recesso, posto che l'articolo 2437, comma 1, lett. g), del codice civile l'attribuisce solo qualora venga alterato in modo negativo il diritto di voto di determinate azioni, mentre

²⁸⁶ MARCHETTI P., *Il voto maggiorato nelle società quotate*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Tombari U. (a cura di), Torino, 2016, p. 4.

²⁸⁷ MARCHETTI P., *ibidem*, p. 9.

nel caso in esame il diritto di voto viene alterato in seguito ad un aumento della forza del voto di altre azioni ²⁸⁸.

7. Profili problematici delle azioni a voto multiplo: invalidità delle delibere assembleari.

La breve analisi effettuata, circa gli istituti delle azioni a voto plurimo e delle azioni a voto maggiorato, mostra come queste siano in grado di accentuare la tendenza del diritto societario odierno a ridurre, se non addirittura eliminare, il rapporto tra potere gestorio e rischio dell'investimento per il tramite di una mancanza di proporzionalità tra il conferimento effettuato e la partecipazione ottenuta dall'azionista²⁸⁹. In ogni caso, anche laddove operi la regola *one share-one vote*, la democrazia azionaria, al fine di garantire l'efficienza dei processi decisionali societari, deve essere imposta statutariamente facendo ricorso ai meccanismi prima analizzati del voto per tetti e scaglioni, che depotenziano la capacità deliberativa analogamente a quanto accade con il meccanismo del voto multiplo²⁹⁰. Viceversa, però, gli accordi parasociali o una differente regolamentazione, operata dallo statuto, del procedimento deliberativo può attribuire alle minoranze una facoltà di ostruzione che pone il problema inverso, in quanto soggetti che hanno effettuato un minor investimento in capitale di rischio potrebbero condizionare il potere deliberativo della maggioranza²⁹¹. Se la distribuzione diseguale della forza di voto dipende dalla struttura finanziaria della società e dalle sue regole statutarie, come nel caso di maggiorazione di voto o emissione di azioni a voto plurimo, dovrà guardarsi alla partecipazione per evitare gli eventuali abusi; mentre, se gli assetti di potere della società dipendono d'accordo parasociali o dall'esistenza di un rapporto di gruppo piramidale, il potere deliberativo dei soci imprenditori deriverà dalla partecipazione degli stessi al capitale e agirà all'interno della società²⁹². In ogni caso, bisogna apprezzare che l'utilizzo del voto multiplo è uno strumento di controllo della società più trasparente rispetto all'utilizzo dei parti parasociali o delle strutture di gruppo piramidale.

²⁸⁸ MARCHETTI P., *ibidem*, p. 5.

²⁸⁹ SAGLIOCCA M., *Il definitivo tramonto del principio "un'azione un voto"*, in *Riv. Not.*, 2014, Milano, p. 921

²⁹⁰ LA SALA G.P., *op. cit.*, p. 128.

²⁹¹ GUERRERA F., *La responsabilità deliberativa nelle società di capitali*, Torino, 2004, p. 153; GUERRERA F., *Compiti e responsabilità del socio di controllo*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2009, p. 510.

²⁹² GUERRERA F., *Azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Torino, 2016, p. 47.

Si è fin qui osservato che le azioni a voto plurimo costituiscono una categoria speciale di azioni che irrigidiscono la struttura del controllo societario, in quanto non sono destinate alla circolazione e condizionano l'atteggiarsi della volontà azionaria nel caso di successiva quotazione della società, ma in ogni caso, accrescono il potere deliberativo del gruppo di comando. Il meccanismo della maggiorazione del voto nelle società quotate, d'altro canto, rafforza il potere del socio di controllo che, *per tabulas* è il socio più fedele (o almeno tale dovrebbe logicamente essere). Il potenziamento del voto, in poche parole, determina un incremento del pericolo di abuso, poiché comporta, da una parte, una pericolosa asimmetria tra l'investimento, il potere deliberativo e la partecipazione al rischio; d'altra parte, però resta invariato anche lo scopo dell'attività sociale, ossia il perseguimento della massimizzazione dell'utile e del valore di impresa.

Chiunque esercita il potere deliberativo nell'organizzazione sociale, quindi, deve agire rispettando lo scopo lucrativo comune astenendosi da quei comportamenti che, in quanto abusivi, possono pregiudicare il valore delle azioni o dell'impresa nel suo complesso²⁹³.

Qualora il socio abbia agito in conflitto di interessi o abbia abusato della maggioranza, il sistema prevede il rimedio dell'annullamento previa sospensione dell'atto invalido, attraverso il quale non solo si paralizzano gli effetti del medesimo, ma li si elimina retroattivamente, posto che l'invalidità della deliberazione in questo caso equivale ad una violazione del principio di correttezza endo-associativa in danno degli azionisti di minoranza. La tutela cautelare prevista dall' articolo 2377 e successivi del codice civile a un'applicazione certamente minore nelle società quotate ove la predominanza dell'aspetto finanziario dell'investimento rende molto difficile esperire la tutela cautelare, la quale *ex* articolo 2378 del codice civile richiede una valutazione comparativa del pregiudizio subito dalla società e di quello subito dal ricorrente²⁹⁴; nelle società aperte, infatti, più che una tutela demolitoria e ripristinatoria dell'atto invalidato, sarebbe efficace una tutela risarcitoria degli interessi sociali e individuali pregiudicati dal processo decisionale, per non parlare poi della difficoltà di dimostrare il vizio del conflitto di interesse o dell'abuso di maggioranza.

²⁹³ GUERRERA F., *Abuso del voto e controllo di correttezza nel procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. Soc.*, 2002, p. 186.; D'ALESSANDRO, *Il conflitto di interessi fra socio e società*, in *Giur. Comm.*, 2007, I, p. 5; DENOZZA F., *Quattro variazioni sul tema "contratto, imprese e società" nel pensiero di Carlo Angelici*, in *Giur. Comm.*, 2013, I, p. 480.

²⁹⁴ Trib. Milano, 25 ottobre 2012, in *Società*, 2013, p. 844.

Per tali ragioni, potrebbe essere utile, al fine di tutelare le minoranze ed evitare abusi, limitare l'utilizzo di azioni a voto plurimo e il beneficio della maggiorazione del voto a quelle materie strettamente funzionali alla stabilizzazione del potere di gestione lasciando inalterato il principio di proporzionalità in relazione alle materie più sensibili per le minoranze²⁹⁵. Quanto, invece, all'utilizzabilità della tutela sostitutiva risarcitoria, affinché essa possa realmente costituire un'alternativa nei confronti della tutela demolitoria al fine di stabilizzare gli atti societari, contenendo i dissidi interni, essa potrebbe meglio operare laddove venisse qualificata come una clausola statutaria volta a regolamentare la riparazione per equivalente utilizzando la tecnica della clausola penale *ex* articolo 1382 del codice civile²⁹⁶, o fissando i criteri della liquidazione del danno alla partecipazione azionaria con riferimento a determinate tipologie di invalidità o a determinate voci del bilancio o a determinati parametri economico finanziari utilizzando un sistema analogo a quello delle clausole statutarie di recesso *ex* articolo 2347 *-ter*, comma 4, del codice civile.

Dinanzi a queste difficoltà sono stati previsti dei congegni regolamentari di ribilanciamento del potere deliberativo della maggioranza che cercano di risolvere preventivamente le situazioni di conflitto di interesse, rispetto alle quali il legislatore ha previsto dei rimedi, in seguito al recepimento della direttiva n. 2013/36/UE, in materia di vigilanza sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, statuendo l'obbligo dei soci di “astenersi dalle deliberazioni in cui abbiano un interesse in conflitto per conto proprio o di terzi”(articolo 53, comma 4 del Tub e articolo 6, comma 2-*novies* del TUF). Merita, comunque, ricordare che il codice civile prevede già una regolamentazione delle “operazioni con parti correlate”, imponendo regole di trasparenza e correttezza proprio per evitare il sorgere di pregiudizi nei confronti dei soci di minoranza.

8. Segue: determinazione dei *quorum* deliberativi.

Qualsiasi previsione di voto multiplo comporta una riflessione circa la determinazione dei *quorum* assembleari, potendosi la questione atteggiare in maniera

²⁹⁵ GUERRERA F., *Azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., p. 57.

²⁹⁶ Questa soluzione viene prospettata dal Guerrera; per conseguire la penale, il creditore, in base a pacifica giurisprudenza, deve fornire la prova non dell'esistenza del danno e del suo ammontare ma dell'inadempimento; e il debitore che è, invece, può liberarsi dall'obbligo di prestare la penale provando la imputabilità dell'inadempimento. Adattare questi principi a rapporto sociale ed alla sua attuazione indubbiamente non è semplice, il Guerrera sostiene che il socio opponente dovrebbe limitarsi a dimostrare l'invalidità della delibera per ottenere la riparazione del danno.

diversa a seconda che si analizzi una società per azioni chiusa o, viceversa, una società per azioni aperta al mercato del capitale di rischio.

Già prima della riforma dell'articolo 2351 del codice civile, una parte della dottrina²⁹⁷ riteneva possibile che il dettato di tale norma consentisse alterazioni personalistiche, aprendo la strada ad una privatizzazione del diritto societario; in ogni caso, le regole del funzionamento dell'assemblea possono comunque essere derogate per via statutaria, per cui gli statuti possono fare diventare sociali delle prerogative che, altrimenti, non lo sarebbero. Il nostro ordinamento, in più, non vieta e, perciò, sono ammissibili, ipotesi di *sub* procedimenti organizzativi nell'ambito dell'attività deliberativa riconducibile all' assemblea generale così come votazioni distinte durante la stessa riunione assembleare.

Nelle società per azioni, comunque, sulla base di quanto previsto all'articolo 2368 del codice civile, lo statuto non può prevedere che vengano conteggiate, ai fini del *quorum* costitutivo, le azioni prive del diritto di voto, mentre i *quorum* legali possono essere derogati dall' autonomia privata. Il nostro ordinamento, comunque, non prevede “un quoziente deliberativo minimo assoluto²⁹⁸”, posto che è lo stesso legislatore che prevede dei casi in cui ai fini della deliberazione le maggioranze si abbassano; infatti, non è in sede deliberativa che è prioritario tutelare il principio di rappresentatività del capitale, posto che i soci meritevoli di tutela sono anche coloro che partecipano attivamente alla vita della società e, quindi, alle assemblee.

L'attuale formulazione dell'articolo 120 del Tuf ha inciso sulla determinazione dei *quorum* costitutivi e deliberativi, stabilendo che, nelle società che consentono la maggioranza o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, il capitale corrisponde al numero complessivo dei diritti di voto; questa previsione funge da

²⁹⁷ BIONE M., *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giur. Comm.*, 2011, p. 678; D'ATTORRE G., *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007, p. 117; LA SALA G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011, pp. 195ss.

²⁹⁸ LA SALA G.P., *op. cit.*, p. 175; TASSINARI F., *I quorum costitutivi e deliberativi*, in *Il funzionamento dell'assemblea di S.p.a. nel sistema tradizionale*, Milano, 2008, p. 212 e ss., il quale prevede che nelle società chiuse possano essere previsti *quorum* deliberativi più bassi da parte dello statuto.

soluzione di *default*, dunque derogabile. Quanto alla determinazione delle maggioranze costitutive e deliberative la decisione e la valutazione deve essere rimessa allo statuto²⁹⁹.

9. Le ricadute della riforma sulla disciplina dell'OPA.

L'introduzione dell'istituto della maggiorazione del diritto di voto ha comportato delle ricadute anche nell'applicazione di altre disposizioni, in particolare sulle disposizioni circa le offerte di pubblico acquisto. Bisogna, anzitutto, evidenziare che il legislatore ha dovuto necessariamente tenere in considerazione i vincoli predisposti nella direttiva OPA del 2004, la quale: *i)* impone l'obbligo dell'offerta pubblica totalitaria a carico dei soggetti che acquisiscono diritti di voto in percentuale tale da esercitare il controllo sulla società *target*; *ii)* affida agli Stati membri il compito di determinare la percentuale dei voti che si debbano ritenere sufficienti per l'esercizio del controllo³⁰⁰.

L'articolo 104-*bis* del TUF dispone che gli statuti delle società quotate italiane, differenti dalle società cooperative, possono prevedere che, quando è prevista un'OPA o un'OPS sui titoli da queste emessi, i diritti di voto maggiorato non si computano nell'assemblea convocata al fine di deliberare su eventuali misure di difesa, neutralizzando così questo beneficio al pari delle limitazioni al trasferimento dei titoli o delle limitazioni di voto previste nello statuto o nei patti parasociali³⁰¹.

Allo stesso modo è stato modificato il terzo comma il quale prevede che gli statuti anzidetti possono prevedere che le maggiorazioni di voto non abbiano effetto nella prima assemblea che segue la chiusura dell'offerta, convocata per modificare lo statuto o per la nomina o la revoca degli amministratori, quando l'offerente in seguito all'offerta venga a detenere almeno il 75% del capitale con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti tale materia.

D'altro canto, ancora più rilevante per le problematiche che solleva, è il fatto che la maggiorazione di voto viene considerata rilevante ai fini dell'applicazione delle OPA obbligatorie, prevedendo l'insorgere dell'obbligo di offerta pubblica totalitaria anche in

²⁹⁹ BENAZZO P., *Autonomia statutaria e quozienti assembleari nelle società di capitali*, Padova, 1999, pp. 79ss; RIMINI M., *Quorum assembleari e voto multiplo in assemblea*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Torino, 2016, p. 95.

³⁰⁰ Art. 5, Direttiva 2004/25/CE.

³⁰¹ MARCHISIO E., *La maggiorazione del voto (art. 127 quinquies T:U:F.): récompense al socio stabile o trucege del socio di controllo?*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 2015, I, p. 78.

assenza di acquisti di titoli e dunque allorché la soglia dei diritti di voto sia superata a seguito di maggiorazione dei diritti di voto. Quanto all'OPA obbligatoria un'ulteriore questione attiene al fatto che il socio può irrevocabilmente rinunciare alla maggiorazione solo laddove lo statuto lo preveda. Dalla lettura della norma qualcuno in dottrina³⁰² ha rilevato il problema che nascerebbe laddove gli statuti introducessero il voto maggiorato ma non la facoltà di rinuncia abdicativa; per evitare il superamento delle soglie della OPA obbligatoria, quindi, il socio dovrebbe vigilare continuamente sull'andamento progressivo delle proprie maggiorazioni e di quelle degli altri soci e, salve le ipotesi di esenzione previste dall' articolo 49 del regolamento emittenti, vendere per tempo le azioni compensando così l'incremento dei voti derivanti dalla maggiorazione.

L'introduzione della possibilità di maggiorazione dei diritti di voto ha reso obsoleto il lessico della sezione del Tuf riferita agli "assetto proprietari"; dall'emanazione del TUF e fino alla riforma del 2014, la titolarità del diritto di voto era conseguenza della titolarità di almeno una azione, posto che potevano esservi azioni senza voto ma non azioni che dessero la titolarità del diritto di esprimere più voti. In seguito, all' introduzione della maggiorazione di voto non è più possibile delimitare nel massimo i poteri di voto del socio, poichè la partecipazione azionaria di per sé stessa non è in grado di rendere immediatamente visibile la rilevanza ai fini del diritto di voto.

10. Le ricadute della riforma sulla disciplina delle operazioni straordinarie.

La legge disciplina l'ipotesi in cui il titolare delle azioni a voto maggiorato sia oggetto di una fusione o scissione stabilendo che questi conservi la maggiorazione del diritto di voto; il titolare deve essere costituito in forma di società, sia essa di capitali o di persone.

In dottrina ci si è interrogati circa la possibilità di estendere questo principio anche in presenza di operazioni di concentrazione, assimilabili alla fusione in senso tecnico giuridico, che coinvolgano soggetti non societari, detentori di azioni a voto maggiorato, ad esempio un *trust*, una fondazione o una fiduciaria, ossia tutti quegli enti previsti dalle legislazioni straniere che, nel nostro ordinamento, potrebbero non essere assimilabili ad una fusione di diritto italiano quanto agli effetti successori, oppure si pensi al caso di

³⁰² LAMANDINI M., *Voto plurimo, voto maggiorato e disciplina dell'OPA*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Torino, 2016, p. 128.

intestazioni di azioni a voto maggiorato a società di diritto straniero. In questi ipotesi dovrebbe essere lo stesso statuto a stabilire se applicare o meno il principio della conservazione della maggioranza del voto³⁰³.

Quanto alle operazioni straordinarie ed alla previsione dell'articolo 127-*quinquies*, comma 3, lett. a) del Tuf, il dettato normativo prevede che lo statuto possa escludere la conservazione della maggioranza delle azioni in pancia ad una società che venga fusa in un'altra; d'altra parte, però, la relativa clausola potrebbe anche solo limitare la perdita di tale privilegio qualora ricorrano determinati presupposti, ad esempio laddove vi sia un mutamento del controllo della società che subentra nella titolarità delle azioni a voto maggiorato in seguito alla fusione rispetto a quello che era prima della fusione o della scissione³⁰⁴.

Il fatto che possono esservi previsioni statutarie volte a limitare la successione nella titolarità di azioni a voto maggiorato in seguito ad operazioni straordinarie di fusione o scissione è coerente con la natura dispositiva del principio in esame, posto che il privilegio della maggioranza del diritto di voto ha carattere personale, essendo legato alla fedeltà del socio.

Si può ipotizzare che la perdita del beneficio della maggioranza si verifica, anche laddove manchi un'espressa previsione dello statuto, quando la fusione della società che è titolare di azioni a voto maggiorato comporta il mutamento del controllo di dette società. In ogni caso lo strumento migliore per porre fine a qualsiasi problema interpretativo in merito è che lo statuto stesso stabilisca con precisione quali casi di mutamento soggettivo del titolare di azioni maggiorate legittimano l'emittente a cancellare dall'elenco speciale il socio che ha ceduto le azioni ad un soggetto terzo.

Il conferimento a capitale di azioni a voto maggiorato determina sempre la perdita della maggioranza poiché la conferitaria è soggetto terzo rispetto al conferente e, quindi, ricade nell'ambito di applicazione della disciplina relativa agli effetti del cambiamento soggettivo del titolare di azioni a voto maggiorato; viceversa, la società che a seguito di una fusione eredita azioni a voto maggiorato è libera di rinunciare alla maggioranza alla stregua di qualsiasi socio.

³⁰³ BIANCHI L. A., *Operazioni straordinarie, maggioranza del voto e azioni a voto plurimo*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, Torino, 2016, p. 100.

³⁰⁴ BIANCHI L. A., *op. cit.*, p. 102.

Quanto all'aumento gratuito del capitale sociale la legge stabilisce l'estensione della maggiorazione sulle azioni di nuova emissione, salvo che lo statuto non preveda diversamente; tale scelta è stata effettuata tenendo conto della natura contabile dell'operazione, posto che le azioni emesse in seguito ad un aumento gratuito del capitale sociale devono necessariamente essere assegnate ai soci. Lo statuto, comunque, secondo parte della dottrina, potrebbe escludere l'estensione del diritto di voto maggiorato alle azioni di nuova emissione, vincolando così però tutte le successive delibere di aumento³⁰⁵ (c.d. *opt-out*). Al contrario, altra parte della dottrina ritiene che la clausola statutaria che limita o esclude l'estensione della maggiorazione in ipotesi di aumento gratuito del capitale deve considerarsi nulla, poiché la maggiorazione è attribuita in ragione di una certa partecipazione, definita nel suo ammontare, che dovrebbe restare invariata in seguito all'operazione, e l'esclusione dell'estensione della stessa alle azioni emittende comporterebbe una variazione nelle percentuali dei diritti di voto attribuiti a ciascun socio³⁰⁶.

Nell'ipotesi di aumento a pagamento del capitale valgono, invece regole differenti, posto che, perché sia possibile un'estensione della maggiorazione, è necessaria un'apposita previsione statutaria, fermo restando il vincolo posto dall'articolo 127.*quinquies*, comma 4, Tuf, in base al quale l'estensione deve avvenire proporzionalmente alle azioni rinvenienti da detta operazione (c.d. *opt-in*). La disposizione mostra come non esiste alcun diritto in capo al socio già beneficiario del voto maggiorato di inalterabilità dell'incidenza del potere amministrativo esercitabile entro la società, essendone consentita la deroga ad opera dello statuto. In assenza di un'apposita previsione statutaria o della delibera di ciascun aumento, il socio ha diritto a ricevere in opzione tutte le azioni che ha sottoscritto con la maggiorazione del voto.

La maggiorazione, comunque, non potrà essere attribuita a colui che, non essendo ancora socio, sottoscrive le azioni provenienti da un aumento con esclusione del diritto di opzione, in quanto ciò comporterebbe una disparità di trattamento tra il nuovo socio e coloro che lo sono già, dovendo questi ultimi maturare il periodo di appartenenza previsto dalla legge per poter beneficiare della maggiorazione³⁰⁷. Nel caso in cui l'aumento di capitale fosse riservato ad un socio soltanto, il Bianchi perviene alla medesima

³⁰⁵ MARCHETTI P., *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. Soc.*, 2015, p. 456.

³⁰⁶ MARCHISIO E., *op. cit.*, p. 100.

³⁰⁷ BIANCHI L. A., *op. cit.*, p. 109.

conclusione ritenendo che l'eventuale estensione del beneficio sarebbe illegittima poiché risulterebbe non proporzionale nei confronti dei soci esistenti al momento della sottoscrizione dell'aumento del capitale, determinando una riallocazione di potere all'interno della società non giustificabile.

Quanto alle società che hanno previsto nello statuto la maggiorazione del voto, nel caso di fusione o scissione la legge stabilisce che sia il progetto di fusione o scissione a decidere se estendere o meno la maggiorazione del voto alle azioni emesse in seguito a tale operazione in cambio di quelle annullate alle quali il voto maggiorato era attribuito. Gli azionisti della società incorporata o scissa quindi, non hanno alcun diritto a ricevere azioni maggiorate, poiché la decisione è rimessa agli amministratori ed ai relativi progetti, potendosi prevedere il riconoscimento della maggiorazione “in obbedienza a nuovi requisiti”³⁰⁸.

Come ha precisato il Marchetti, nel caso di scissione a favore di una società di nuova costituzione, lo statuto potrebbe prevedere l'estensione della maggiorazione, poiché l'operazione non è subordinata all' accordo di altra società; quanto invece alla fusione per unione, l'eventuale estensione della maggiorazione sulle azioni della nuova società dovrebbe essere subordinata all'ammissione alla quotazione di queste azioni.

Sulla base dell'attuale contenuto dell'articolo 127-*quinquies*, comma 4 del Tuf, se non sorgono dubbi circa l'ipotesi in cui l'incorporante o la beneficiaria esistente in quanto società quotate prevedono la maggiorazione del diritto di voto come anche la società incorporata o scissa, non si può dire che priva di interrogativi sia l'ipotesi di fusione per incorporazione o scissione di una società non quotata in una quotata. Sembra potersi dare risposta favorevole, ricavandola dalla circostanza che, nel caso di offerta pubblica iniziale di una fusione per incorporazione di una società quotata in una non quotata, che venga quotata a sua volta, nell'ambito della quale l'incorporante deliberi un aumento di capitale al fine di quotare le proprie azioni, la delibera di modifica dello statuto volta a introdurre la maggiorazione può prevedere il periodo di appartenenza delle azioni anche senza l'esistenza pregressa dell'elenco speciale, potendo la appartenenza essere valutata ed accertata dalle risultanze del libro soci³⁰⁹.

³⁰⁸ MARCHETTI P., *op. cit.*, p. 463.

³⁰⁹ MARCHETTI P., *ibidem*, p. 450; BIANCHI L.A., *ibidem*, p. 113 si mostra contrario a tale ricostruzione poiché ritiene che si verificherebbe uno sconto nel periodo di possesso continuativo

La legge vieta che le società quotate possano creare azioni a voto plurimo, ma consente che successivamente alla quotazione vengano emesse azioni a voto plurimo, ove già questa categoria di azioni sia esistente, con le medesime caratteristiche e diritti di queste ultime al fine di mantenere inalterato il rapporto fra le varie categorie di azioni. L'emissione di azioni a voto plurimo da parte di società quotate è comunque consentita espressamente solo nei casi di aumento del capitale, gratuito o in opzione, e nei casi di fusione scissione al fine di garantire la tutela della categoria delle azioni a voto plurimo.

Quanto poi alla possibilità che una società neo quotata, volendo utilizzare lo strumento della maggiorazione del voto, debba provvedere a convertire le azioni con voto plurimo eventualmente già emesse in azioni ordinarie, si pone la questione circa la necessità o meno che vi sia in tal senso una delibera dell'assemblea speciale dei portatori di azioni a voto plurimo. A onor del vero quest'ultima sembra la soluzione preferibile, oltre che più ragionevole; per altro, la conversione giustificherebbe l'esercizio del diritto di recesso dei soci dissenzienti, in ragione della modificazione del diritto di voto concernente proprio le azioni a voto plurimo.

Quanto invece all'emissione di nuove azioni a voto plurimo, riservate ai titolari di queste al momento dell'aumento del capitale, non sarà necessaria la pronuncia favorevole dell'assemblea speciale, poiché con tale operazione non si apporta alcuna modifica al diritto di voto. In ogni caso, lo statuto potrebbe prevedere l'obbligo di assegnare azioni a voto plurimo soltanto in caso di aumento gratuito e non anche in quello di aumento a pagamento del capitale.

11. Azioni a voto plurimo e diritto di recesso.

Sintetizzando quanto fin qui osservato, possiamo dire che le azioni a voto plurimo possono essere emesse da tutte le società per azioni non quotate, sia in fase di costituzione che successivamente, anche nell'ambito di operazioni straordinarie o di operazioni sul capitale, e dalle società per azioni quotate limitatamente ai casi appena esposti. Bisogna, però, chiedersi se in capo ai soci che non hanno concorso alla delibera sull'emissione di azioni a voto plurimo esista un diritto di recesso azionabile.

il quale premerebbe i soci dell'incorporata rispetto a coloro che acquistassero le azioni sul mercato in seguito alla fusione e a coloro che erano già soci dell'incorporante.

La previsione di azioni a voto maggiorato e l'emissione di azioni a voto plurimo vuole incentivare la scelta di ricorrere alla quotazione; proprio partendo da questo presupposto si dovrebbe dire che il diritto di recesso è escluso non soltanto nel caso di introduzione di azioni a voto maggiorato, ma anche nel caso di emissione di azioni a voto plurimo. Il fatto, però, che il legislatore non ha escluso il diritto di recesso per le azioni a voto plurimo ma solo per l'introduzione del beneficio del voto maggiorato, porta a risolvere il problema nel modo opposto; da una parte perché è improbabile che il legislatore non abbia escluso il diritto di recesso quanto alle azioni a voto plurimo per una mera svista, dall'altra parte perché il diritto di recesso è uno strumento di tutela importantissimo per le minoranze azionarie che non può essere negato in assenza di specifica previsione da parte del legislatore ³¹⁰. Se, infatti, l'esclusione del diritto di recesso nel caso della maggiorazione del voto produce una modificazione dei diritti di voto destinata ad operare solo fin quando i soci che l'hanno maturata non la perdono con la rinuncia o l'alienazione della partecipazione, oppure gli altri soci non maturano a loro volta tale beneficio, le azioni a voto plurimo sono una categoria speciale di azione che produce una modifica dei diritti di voto e partecipazione rapportato al capitale sociale che è destinata a durare nel tempo ³¹¹.

Analizzando in tale prospettiva il diritto di recesso del socio nell'ipotesi di emissione di azioni a voto plurimo, occorre distinguere le singole situazioni nelle quali essa può verificarsi. Qualora le azioni a voto plurimo siano introdotte da società non quotata al fine di renderla più attraente al momento della quotazione, senza però minacciare il gruppo di controllo, è assai improbabile che vi siano i presupposti per l'esercizio del recesso, posto che i conflitti di interesse tra i soggetti che già controllano la società dovrebbero essere ridotti al minimo; in tali casi molto probabilmente non esiste nemmeno una minoranza da tutelare nei confronti del socio di controllo, si pensi alle società nelle quali il gruppo di controllo è costituito da membri della medesima famiglia.

Diversa è, invece, la situazione delle società quotate, già dotate di azioni a voto plurimo, che in seguito ad operazioni di fusione, scissione o aumento di capitale emettono ulteriori azioni di tale tipo, solo per mantenere immutato il rapporto tra le varie categorie

³¹⁰ Di opposta opinione è, invece Montalenti P.; si veda ABRIANI N., ANGELICI A., CALANDRA BUONNAURA V., CIOCCA N., COSTI R., DENOZZA F., GUIZZI G., LIBERTINI M., MONTALENTI P., SCOGNAMIGLIO G., VELLA F., *ibidem*; p. 225.

³¹¹ GENOVESE A., *Introduzione delle azioni a voto plurimo e recesso*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Torino, 2016, p. 69.

di azioni; nel caso di aumento di capitale senza esclusione o limitazione del diritto di opzione non ricorrono esigenze di tutela dei soci di minoranza tali da riconoscere loro il diritto di recesso in presenza di delibere che incidono sul diritto di voto. Nel caso, invece, di emissione di azioni a voto plurimo nell'ambito di operazioni di fusione o di scissione il diritto di recesso compete soltanto ai soci di minoranza della società partecipanti alla fusione e alla scissione non provvista di azioni di tale tipo e non ai soci di minoranza della società, già dotata di tali azioni.

Prevedere, l'esistenza di azioni a voto plurimo nello statuto nella fase di costituzione della società è diverso che emetterne in un momento successivo; nel primo caso, infatti, esprimerebbero sin dal principio il loro consenso al fatto che anche in un momento successivo soltanto alcuni tra loro potranno essere titolari di azioni portatrici di un maggiore diritto di voto. Come sostenuto da Genovese, comunque, la clausola statutaria inserita *ab origine* che intende rimandare l'emissione di azioni a voto plurimo a un momento successivo rispetto alla nascita della società deve però essere sufficientemente dettagliata in modo che definisca entro quale limite massimo si possono emettere azioni a voto plurimo, oltre che le modalità di determinazione del prezzo, le regole di circolazione delle stesse, l'organo competente alla decisione, eccetera ³¹².

Differente sarebbe invece l'introduzione di azioni a voto plurimo in momento successivo rispetto alla fase di costituzione della società, in termini di conversione di parte delle azioni esistenti o emissione di nuove azioni a fronte di un aumento di capitale, poiché questa decisione potrebbe essere assunta soltanto dalla maggioranza dei soci e, dunque, si pone un problema di tutela della minoranza dissenziente.

12. Voto plurimo e società cooperative.

La riforma del 2014, come fin qui argomentato, autorizza lo statuto delle società per azioni a derogare al parametro legale di commisurazione del voto degli azionisti al numero di azioni dagli stessi possedute, quanto alle azioni a voto plurimo, tramite la previsione di un'apposita categoria, quanto alla maggiorazione del voto con la previsione

³¹² GENOVESE A, *ibidem*, p. 75; ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *ibidem*, p. 50, sostengono che soltanto in presenza di tali circostanze non dovrebbe essere riconosciuto alcun diritto di recesso ai soci dissenzienti.

di uno specifico presupposto, ossia l'anzianità nel possesso dello *status socii* di almeno due anni quale indice della stabilità dell'investimento.

Si pone, dunque, il problema circa l'applicabilità automatica di questa disciplina nel campo delle società cooperative, posto che per queste ultime la regola legale per il diritto di voto è diversa ed anzi contrapposta a quelle entrate nel nostro ordinamento tramite la riforma; infatti, a norma dell'articolo 2538, comma 2 del codice civile, nelle società cooperative ciascun socio ha un voto, a nulla rilevando il valore della quota o delle azioni possedute; occorre dunque verificare se può essere introdotta a livello statutario nelle cooperative una regola di proporzionalità tra numero delle azioni e numero dei voti diversa dal regime legale del voto per teste e, poi, verificare se possa essere introdotta anche la regola attributiva di un voto multiplo.

In origine il codice civile prevedeva soltanto un caso di derogabilità a beneficio dei Soci persone giuridiche circa la possibilità di sostituire il regime legale del voto per teste, ricollegata alla legge Basevi del 1947, che esonerava le persone giuridiche dal rispetto del tetto massimo della quota di capitale detenibile da ciascun socio; tale esonero è stato poi esteso dall' articolo 2525 del codice civile a tutti i soci diversi dalle persone fisiche e dai sottoscrittori degli strumenti finanziari dotati di diritti di amministrazione.

Nuove ipotesi di deroga sono però state previste in seguito ed avrebbero dovuto trovare giustificazione nell'interesse mutualistico del socio cooperatore e nella natura diversa del socio finanziatore. In relazione all' interesse mutualistico lo statuto può prevedere che il diritto di voto venga attribuito al socio in ragione della sua partecipazione allo scambio mutualistico, senza però stabilire un tetto al numero dei voti qualora venga adottato per l'elezione dell'organo di controllo, mentre qualora sia destinato a sostituire il voto capitaro sono posti due limiti dall' articolo 2538 del codice civile: il singolo socio non può esprimere più di 1/10 dei voti in ciascuna assemblea generale e nell'insieme i soci non possono esprimere più di 1/3 dei voti spettanti all'insieme dei soci presenti o rappresentati in ciascuna assemblea. Tale secondo criterio sembra presupporre che nelle società cooperative consortili a ogni votazione siano necessariamente presenti anche i soci non interessati allo scopo mutualistico.

Esiste soltanto un'ipotesi in cui viene legittimata l'autonomia statutaria ad adottare il voto *pro quote*, ossia l'articolo 2543, comma 2 del codice civile, limitatamente

all'esercizio del diritto di voto nell'elezione dell'organo di controllo e in alternativa al parametro della partecipazione allo scambio mutualistico ³¹³.

Più complessa è, invece, un eventuale deroga circa il voto capitaro del socio finanziatore. La legge 59/1992 ha introdotto dei nuovi strumenti finanziari di capitalizzazione delle cooperative, tra cui possono essere inclusi anche conferimenti attributivi della qualifica di socio ed iscrivibili a capitale sociale senza dover sottostare ai limiti per i conferimenti dei soci cooperatori ³¹⁴. In questo modo accanto ad un capitale di cooperazione, espressione dello scopo mutualistico, si configura un capitale di finanziamento che può essere sottoscritto non solo dai terzi, ma dagli stessi soci cooperatori. Il legislatore, comunque, previene la possibilità che i soci finanziatori possano assumere il governo della società compromettendo lo scopo mutualistico attraverso alcune disposizioni; tra di esse interessante è l'articolo 2526 del codice civile, che pone un limite ai voti esprimibili dall'insieme dei soci titolari di azioni di finanziamento che non può superare la quota di 1/3 dei voti spettanti all'insieme dei soci presenti o rappresentati in ciascuna assemblea generale.

La legge, però, non specifica se per le azioni di finanziamento il voto deve essere proporzionale alle stesse o capitaro. La dottrina maggioritaria sostiene che tramite lo statuto si possa prevedere un voto rapportato al numero delle azioni stesse³¹⁵; in favore di questa soluzione depone anche la legge delega del 2001 che autorizzava il legislatore delegato ad introdurre deroghe alla regola generale del voto capitaro in considerazione della particolare natura del socio finanziatore per la quale è certamente più coerente la regola plutocratica. Quanto alle azioni di finanziamento, infatti, secondo il Maras possono profilarsi sia l'istituto del voto plurimo che quello del voto maggiorato, qualora esse fossero quotate.

³¹³ MARASÀ G., *Voto plurimo, voto maggiorato e cooperative*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 2016, I, p. 1; di opinione contraria PRESTI G.M.G., *Amministrazione e controllo nelle cooperative*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 4, Milano, 2007.

³¹⁴ PRESTI G.M.G., *Gli strumenti finanziari delle società cooperative*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, vol. III, tomo III, Milano 2005, p. 3534; CUSA E., *Il socio finanziatore nelle cooperative*, Milano, 2006, p. 167; LAMANDINI M., *Gli strumenti finanziari emessi dalle cooperative*, in *La disciplina civilistica e fiscale della nuova società cooperativa*, Uckmar V., Graziano F. (a cura di) 2005, p. 217; RESCIGNO P., *Strumenti finanziari emessi da società cooperative*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 2007, vol. 4, p. 932; di opinione contraria RACUGNO G., *I nuovi strumenti finanziari delle società cooperative*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, vol. III, tomo III, Milano, 2005, p. 3580.

³¹⁵ TONELLI E., in *La riforma delle società, Società cooperative*, M. Sandulli e V. Santoro (a cura di), vol. IV, Torino, 2003, p. 2713.

Ci si può poi chiedere se per i soci cooperatori la maggiorazione del voto per teste possa essere ancorata al criterio di anzianità previsto nella disciplina delle società per azioni quotate. Nell'ipotesi in cui la maggiorazione del voto riguardi i soci cooperatori persone giuridiche, non vi sono dubbi che lo statuto potrebbe graduare l'incremento anche in ragione del parametro dell'anzianità. Da risolvere in senso negativo appare, invece, la questione circa l'uso del criterio dell'anzianità in deroga ad altro criterio previsto dalla legge, ovvero in sostituzione del criterio dell'entità del conferimento o criterio del numero dei soci *ex* articolo 2538, comma 3, del codice civile. In materia di cooperative, infatti, manca una disposizione analoga all'articolo 2348 del codice civile, che autorizza l'autonomia statutaria a derogare al principio dell'eguaglianza dei diritti fra gli azionisti e quindi anche alla regola del voto proporzionale al numero delle azioni dagli stessi possedute, mentre sono possibili soltanto specifiche deroghe.

13. Critiche alla riforma.

La *ratio* che ha spinto il legislatore ad attuare la riforma del 2014 introducendo le azioni a voto maggiorato e le azioni a voto plurimo è stata critica fin dall'immediatezza della sua emanazione. Innanzitutto, in dottrina si sono interrogati circa la possibilità che l'introduzione del voto maggiorato nella disciplina delle società quotate non sia solo un modo per favorire e rafforzare la posizione del socio di controllo, piuttosto che per favorire gli investimenti a lungo termine. Inoltre, si è osservato che il mantenimento delle azioni a voto plurimo nelle società di nuova quotazione può determinare ulteriori problemi, posto che si avranno in contemporanea sul mercato società con azioni a voto maggiorato che, non costituendo una vera e propria categoria di azioni, sono private della tutela dell'assemblea speciale, e società con azioni a voto plurimo che, costituendo una categoria azionaria, sono maggiormente tutelate in tal senso³¹⁶. Le azioni a voto plurimo, invece, potrebbero essere utilizzate per favorire le minoranze; basta pensare alle azioni a voto plurimo il cui esercizio è subordinato al verificarsi di determinati eventi o al raggiungimento di determinati obiettivi (le cosiddette *sunset clauses*, di cui abbiamo parlato in precedenza)³¹⁷.

³¹⁶ ABRIANI N., ANGELICI A., CALANDRA BUONNAURA V., CIOCCA N., COSTI R., DENOZZA F., GUIZZI G., LIBERTINI M., MONTALENTI P., SCOGNAMIGLIO G., VELLA F., *ibidem*; p. 223.

³¹⁷ ABRIANI N., ANGELICI A., CALANDRA BUONNAURA V., CIOCCA N., COSTI R., DENOZZA F., GUIZZI G., LIBERTINI M., MONTALENTI P., SCOGNAMIGLIO G., VELLA F., *ibidem*; si è così espresso Montalenti nel contributo citato, p. 224.

Un ulteriore profilo di critica nasce circa la disciplina dell'OPA totalitaria; il legislatore, infatti, ha previsto all'art. 106 TUF due soglie differenti a seconda che si tratti o meno di piccole-medio imprese quotate. Per le piccole-medio imprese, infatti, varrebbe la soglia del 30%, salvo diversa disposizione dello statuto, mentre per le società che non rientrano tra le piccole-medie imprese il legislatore ha previsto sia la soglia del 30%, che l'ulteriore soglia del 25% ove non vi sia altro socio che detenga una partecipazione più elevata. Si è, infatti, fatto notare che anche per le piccole-medie imprese, in assenza di altra previsione statutaria sarebbe stato preferibile prevedere la doppia soglia³¹⁸. Il Costi, nell'opera citata, muove un ulteriore interrogativo, che merita essere fatto presente, ossia per quale motivo la possibilità di prevedere una percentuale-soglia nello statuto (seppur compresa tra il 25% ed il 40%) non sia stata prevista in generale per tutte le società, posto che lo statuto è più idoneo della legge nel prevedere quelle che sono le necessità legate alla realtà della società *target*³¹⁹.

Ulteriore problema, poi, solleva il Guizzi circa il nuovo meccanismo previsto dal TUF a causa dell'introduzione del voto maggiorato; la soglia rilevante del 30%, infatti, non viene calcolata solo in termini di capitale, ma anche in termini di voti esercitabili sul totale dei voti complessivamente disponibili³²⁰. La Consob, infatti, ha ritenuto che incrementi successivi dei diritti di voto, dipendenti da scelte altrui (ad esempio alienazioni delle azioni), assumono rilievo ai fini dell'obbligo di promuovere l'offerta, almeno se in precedenza il soggetto ha anche acquistato delle azioni che lo hanno portato ad attestarsi al di sopra della soglia del 30% del capitale; la scelta della Commissione a parere del Guizzi, è stata troppo rigorosa.

14. Le modifiche al Regolamento emittenti: breve sintesi.

Il Regolamento Consob n. 11971/1999 (Regolamento Emittenti), in seguito alla scelta del legislatore di introdurre le azioni a voto plurimo e le azioni a voto maggiorato è stato modificato con la delibera n. 19084 del 19 dicembre 2014, così da assicurare il rispetto delle linee guida contenute nella Direttiva 2004/109/CE, circa l'armonizzazione

³¹⁸ ABRIANI N., ANGELICI A., CALANDRA BUONNAURA V., CIOCCA N., COSTI R., DENOZZA F., GUIZZI G., LIBERTINI M., MONTALENTI P., SCOGNAMIGLIO G., VELLA F., *ibidem*; si è così espresso Costi R.

³¹⁹ ABRIANI N., ANGELICI A., CALANDRA BUONNAURA V., CIOCCA N., COSTI R., DENOZZA F., GUIZZI G., LIBERTINI M., MONTALENTI P., SCOGNAMIGLIO G., VELLA F., *ibidem*; p. 228.

³²⁰ ABRIANI N., ANGELICI A., CALANDRA BUONNAURA V., CIOCCA N., COSTI R., DENOZZA F., GUIZZI G., LIBERTINI M., MONTALENTI P., SCOGNAMIGLIO G., VELLA F., *ibidem*; p. 239.

a livello del mercato europeo degli obblighi di trasparenza delle informazioni fornite dalle società emittenti, e nella Direttiva 2004/25/CE, circa le offerte pubbliche di acquisto.

La Consob, quindi, ha intrapreso una fase di consultazione, coinvolgendo esperti del settore e le associazioni interessate dalle modifiche del Regolamento, al fine di individuare delle regole che, pur non essendo eccessivamente limitative della libertà statutaria concessa dal legislatore, allo stesso tempo fornissero una tutela per gli azionisti³²¹.

La prima modifica apportata al Regolamento emittenti riguarda l'elenco degli azionisti; è stato aggiunto, infatti, l'art. 143-*quater*, il quale stabilisce che debbano essere indicati i dati degli azionisti che hanno ottenuto la maggioranza, il numero delle azioni con voto maggiorato (indicando anche i trasferimenti e gli atti di rinuncia ad essi relativi) e la data in cui la maggioranza è stata conseguita. Inoltre, con la stessa delibera è stato modificato l'art. 85-*bis*, per cui le società, che abbiano previsto nei loro statuti la maggioranza del voto o l'emissione di azioni a voto plurimo, devono comunicare alla Consob ed al pubblico le informazioni circa il numero delle azioni che compongono il capitale sociale entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese di calendario durante il quale sia stata accertata una mutazione del loro ammontare, nonché entro il giorno successivo alla *record date*³²². La società emittente, inoltre, deve pubblicare sul proprio sito internet i dati identificativi degli azionisti che hanno richiesto l'iscrizione all'elenco, accompagnata dall'indicazione delle partecipazioni detenute dagli stessi ove superino i limiti previsti dall'art. 120 del TUF, entro gli stessi termini appena indicati.

La seconda modifica del Regolamento Emittenti riguarda la trasparenza informativa cui è tenuta la società emittente in tema di partecipazioni rilevanti. La delibera del 2014 aveva stabilito che fosse escluso l'obbligo di comunicazione del superamento o della riduzione della soglia di partecipazioni rilevanti laddove fosse inferiore al 2%, se tali variazioni fossero state il risultato di variazioni passive dovute al mutamento della base di calcolo del capitale sociale e dei diritti di voto. Ad oggi la soglia è stata innalzata al 3%. L'art. 121 del Regolamento Emittenti, inoltre è stato modificato

³²¹ Proposte di modifica al Regolamento emittenti in materia di voto plurimo, 5 novembre 2014, in https://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_emittenti_20141105.htm?hkeywords=&docid=2&page=1&hits=198&nav=true.

³²² MARCHETTI P., *Osservazioni e materiale su voto maggiorato*, in *Riv. Soc.*, I, 2015, p. 453.

attraverso l'introduzione di un comma 1-*bis*, il quale prevedeva che la comunicazione delle partecipazioni rilevanti, laddove la modifica fosse stata determinata da maturazione o rinuncia della maggioranza di voto, dovesse essere effettuata senza indugio o comunque entro cinque giorni di negoziazione (ad oggi il termine è stato ridotto a quattro giorni)³²³.

Quanto ai patti parasociali, per aggiornare la disciplina del Regolamento alle nuove disposizioni legislative, la Consob ha sostituito il riferimento alle azioni con il numero dei diritti di voto sindacati³²⁴. In particolare, la comunicazione dovrà effettuarsi tramite pubblicazione sul sito internet della società, contenente l'indicazione sia del numero dei diritti di voto riferiti alle azioni (ed agli strumenti finanziari) dei soggetti aderenti al patto, sia la loro percentuale rispetto al numero totale dei voti rappresentativi del capitale sociale.

Quanto alla disciplina dell'OPA, le modifiche apportate dalla Consob al Regolamento hanno avuto ad oggetto gli artt. 44 *bis* e l'art. 45 e hanno lo scopo di non rendere esenti da obbligo di promuovere un'OPA quei soggetti che detengono un potere di voto superiore alle partecipazioni possedute. Per tali ragioni, dunque, la partecipazione rilevante è calcolata sulla base del numero dei diritti di voto esercitabili nelle deliberazioni dell'assemblea aventi ad oggetto la nomina/revoca degli amministratori e del consiglio di sorveglianza in rapporto al numero complessivo dei diritti di voto comunicati dall'emittente. Riguardo all'OPA, il Regolamento prevede che essa sia obbligatoria nel caso in cui il superamento delle soglie *ex art* 106 TUF sia stato determinato da maggioranza dei diritti di voto. Unica esenzione prevista riguarda le ipotesi in cui il superamento delle soglie sia stato determinato da una riduzione del numero complessivo dei diritti di voto, salvo che l'azionista, a seguito di acquisti, non superi le soglie OPA calcolata in rapporto al numero delle azioni complessivamente emesse dall'emittente. Anche in questo caso, comunque, non ha l'obbligo di lanciare un'OPA se si impegna a cedere entro dodici mesi i titoli a parti non correlate, oppure a ridurre o non esercitare i diritti di voto.

³²³ Delibera n. 19084, Modifiche al regolamento di attuazione del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti adottato con delibera del 14 maggio 1999 n. 11971 e successive modificazioni, in <https://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/bollettino2014/d19084.htm>.

³²⁴ Regolamento Emittenti, artt. 128, 129, 130, 131.

15. Il Decreto Rilancio e la prospettata modifica mai attuata.

Durante la fase preparatoria del decreto legge 34 del 19 maggio 2020 (Decreto Rilancio) è emersa tra gli addetti ai lavori una bozza la quale, all'art. 45, prevedeva la rimozione del limite imposto dall'art. 127-*quinquies* del TUF e, quindi, la possibilità per le società quotate di emettere azioni a voto plurimo. Tale norma, però, sarebbe stata accompagnata da tutta una serie di modifiche volte a tutelare le minoranze assembleari

325

Da ciò che si evince leggendo le testate di alcuni quotidiani, la modifica avrebbe avuto lo scopo di tutelare le minoranze riducendo la migrazione delle principali società italiane verso altri mercati. La delibera di adesione al nuovo modello societario avrebbe dovuto esser presa in assenza del dissenso espresso dalla “maggioranza dei soci presenti in assemblea diversi dal socio o dai soci che avessero detenuto, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza anche relativa, purché tali voti contrari fossero stati almeno pari al dieci per cento del capitale sociale avente diritto a voto”.

In sostanza, la norma avrebbe, da una parte, offerto tutela agli azionisti che costituivano la minoranza assembleare, dall'altro lato, il buon fine dell'operazione poteva esser garantito dalle maggioranze assembleari previste.

Quali siano state le ragioni che hanno determinato la sparizione della modifica del TUF tra i 266 articoli del Decreto Rilancio, seppur non siano mancate, nel breve lasso di tempo tra la prospettazione di una modifica e la stesura definitiva del testo, critiche alla prospettata riforma, sia quanto al mezzo attraverso il quale darle attuazione, poiché non si può certo parlare di una disciplina modificativa dettata per necessità d'urgenza da attuarsi a mezzo di un decreto legge, sia perché la già particolare situazione dell'ordinamento italiano che, come da ciò che abbiamo fin qui analizzato, è l'unico a

³²⁵ RIGANTI F., *Società quotate, è l'ora del voto plurimo?*, in *La voce.it*, , p. <https://www.lavoce.info/archives/68013/societa-quotate-e-lora-del-voto-plurimo/>, 22.6.2020; SCHIUMA L., *La delicata questione del voto plurimo delle società*, in *Il Sole 24 Ore*, https://www.ilsole24ore.com/art/la-delicatata-questione-voto-plurimo-societa-ADLkmXV?refresh_ce=1, 4 giugno 2020; SCHIUMA L., *Quel voto plurimo nelle quotate che (per il momento) non c'è*, in *Diritti fondamentali.it*, <http://dirittifondamentali.it/wp-content/uploads/2020/05/Schiuma-Quel-voto-plurimo-nelle-quotate-che-per-il-momento-non-c%E2%80%99e%CC%80.pdf>, 31 maggio 2020.

conoscere due diverse categorie di azioni a voto multiplo (una per le società private ed una per le società quotate), diventerebbe ancora più complessa³²⁶.

In seguito alla mancata introduzione della modifica tramite il Decreto Rilancio, però, l'AGCM ha inviato una segnalazione³²⁷ al Presidente Draghi. L'Autorità, non solo ha ribadito come l'uso di azioni di azioni più voti renda stabile il controllo, incentivando una prospettiva di lungo periodo, ma sia utile anche per l'ingresso di nuovi capitali. Essa, poi, ha sottolineato come non si debba guardare alle azioni a voto plurimo con disfavore, poiché i medesimi risultati (come i medesimi rischi) vengono prodotti anche attraverso altri strumenti comunque consentiti nel nostro ordinamento, si pensi alle azioni prive di voto, a voto limitato o ai meccanismi piramidali.

Infine, l'Autorità sottolinea come sia necessaria una riforma per rendere maggiormente competitivo il nostro mercato e spingere le imprese a scegliere l'Italia come propria sede o, quanto meno, a non lasciare il nostro Paese; una tale riforma è, comunque, quantomeno necessaria per rendere le nostre società competitive quanto quelle estere che non hanno le stesse limitazioni in materia.

³²⁶ SCHIUMA L., *ibidem*.

³²⁷ AGCM, Segnalazione ai sensi degli artt. 21 e 22 della legge 10 ottobre 1990, n. 287 in merito a: Proposte di riforma concorrenziale, ai fini delle Legge Annuale per il Mercato e la Concorrenza anno 2021, in <https://www.agcm.it/dotcmsdoc/allegati-news/S4143%20-%20LEGGE%20ANNUALE%20CONCORRENZA.pdf>, 2021.

Conclusioni.

Le spinte riformiste circa le azioni a voto multiplo nel nostro ordinamento non sono ancora terminate; lo dimostra l'iniziativa del legislatore, in piena pandemia, volta a riformare la disciplina delle società quotate, introducendo per esse la possibilità di emettere azioni a voto plurimo. In tal senso, si è mossa anche la AGCM, che, con proposta successiva al mancato intervento del legislatore in seno al Decreto Rilancio del 2020, ha richiesto un intervento in tal senso al fine di rendere il mercato italiano e le società nate nel nostro ordinamento maggiormente competitivi.

Dagli studi effettuati in ambito globale, specie in campo economico, non sembrano emergere risultati certi circa la non meritevolezza dell'introduzione tra le norme dei vari ordinamenti di azioni a voto plurimo per le società quotate; tuttavia, tali studi, effettuati specie dagli economisti, dimostrano che tutte le opzioni rimangono aperte. Infatti, essi evidenziano che non vi sono dati certi per affermare la maggiore "efficienza" di una soluzione rispetto all'altra. Le variabili che incidono sulle valutazioni svolte, infatti, sono davvero molto numerose e dipendenti sia da fattori legati ai modi in cui ciascun ordinamento è più o meno predisposto a tutelare gli azionisti/investitori, sia dall'influenza che le *lobbies* e gli *exchanges* hanno sulla politica economica di ogni Stato.

Quanto all'evoluzione del diritto interno, dato che, come abbiamo visto da un confronto tra i vari ordinamenti, quello italiano si pone in una posizione intermedia, grazie agli strumenti di tutela che attribuisce alle minoranze ed al limite di due voti per azione imposto dall'art. 127-*quinquies* del TUF, qualora si voglia attirare società straniere o, semplicemente, evitare la migrazione delle società italiane verso i mercati internazionali, una riforma è necessaria.

Le società italiane, infatti, concorrono sul mercato con società straniere che, grazie alle azioni a voto plurimo e alla *dual class shares structure*, sono in grado di reperire sul mercato nuovi investimenti; considerando, poi, che la maggior parte delle società di nuova quotazione operano nei settori della meccanica e della tecnologia, reperire nuove risorse finanziarie è sempre più importante, a causa dell'onerosa attività di ricerca che le società sono costrette a portare avanti in maniera costante per rimanere competitive sul mercato.

A mio avviso, però, l'ulteriore passo volto a introdurre le azioni a voto plurimo nel nostro ordinamento, seppur necessario al fine di aumentare la competitività del nostro Paese, non è sufficiente a raggiungere l'obiettivo. Se è vero che l'introduzione di un voto plurimo per le società quotate potrebbe spingere alcune società alla quotazione, permettendo ai fondatori di mantenere il controllo delle stesse e ottenere fondi che gli consentono di differenziare il loro portafogli e investire in ricerca e attività nel lungo periodo, è anche vero che altre variabili influiscono sulle scelte degli imprenditori: il prestigio di alcuni *exchanges* rispetto ad altri, la differente liquidità che essi rappresentano, ad esempio, quanto all'influenza sulla scelta della quotazione; ma anche il regime fiscale che si applica nei singoli Paesi diventa fondamentale nella scelta di costituire o trasferire una società nel nostro Paese. Specialmente in questo momento storico, dunque, sarà necessario rivolgere l'attenzione all'evoluzione delle necessità nascenti all'interno del mercato ed ai risultati che le recenti riforme apportate al sistema dagli altri Paesi produrranno sui mercati internazionali.

Bibliografia.

ABRIANI N., *Azioni di risparmio*, in *Digesto delle discipline privatistiche, sez. comm.*, Torino, 2000, p. 56.

ABRIANI N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giustiziacivile.com*.

ABRIANI N., ANGELICI C., CALANDRA BUONNAURA V., CIOCCA N., COSTI R., DENOZZA F., GUIZZI G., LIBERTINI M., MONTALENTI P., SCOGNAMIGLIO G., VELLA F., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, p. 211.

ALVARO S., LUPINI B., *Piano d'Azione della Commissione Europea per la modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario del 2012*, in *Quaderni giuridici Consob*, <https://www.consob.it/documents/11973/201676/qg3.pdf/19f5e8a7-32d8-4d0f-bac4-352e260e741a>, 2013.

ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCIANO N., *“Le deviazioni dal principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo”*, in *Quaderni giuridici Consob*, 2014.

AMIAUD A., *Les actions à droit de vote inegal*, Parigi, 1922.

ANDERSON R., OTTOLENGHI E., REEB D., *The dual class premium: a family affair*, in *Fox School of Business Research Paper*, <http://papers.ssrn.com>, 2017.

ANGELILLIS A., VITALI M. L., *Art. 2351*, in *Commentario alla riforma della società, Azioni*, Milano, 2008, p. 399.

ANTONELLI V., *“Les actiones a voix multiples dans les sociétés anonymes en Allemagne et en France”* in *Revue des Sociétés*, 1922, p. 85.

ARROW K. J., *The limit of organization*, W.W. Norton and Co. Inc., 1974.

BAINBRIDGE S.M., *The short life and resurrection of Sec Rule 19C-4*, in *Washington University Law Quarterly*, 1991, p. 565.

BAINBRIDGE S.M., *Revisiting the one share one vote controversy: the exchanges' uniform voting rights policy*, in *Securities Regulation Law Journal*, Warren Gorham Lamont Publication, 1994, p. 200.

BAINBRIDGE S.M., *Revisiting the One Share/One Vote Controversy: The Exchanges' Uniform Voting Rights Policy*, in *Securities Regulation Law Journal*, Warren Gorham Lamont Publication, 1994, p. 175.

BAINBRIDGE S., *Understanding dual class stock part I: an historical perspective*, in <https://www.professorbainbridge.com>, 2017.

BARAN L., FORST A., VIA T., *Dual class structure and innovation. Working Paper*, in <http://papers.ssrn.com>, 2018; JACKSON R., *Perpetual dual-class stock: the case against Corporate Royalty*, US Securities and Exchange Commission, in <http://www.sec.gov>, 2018.

BARCELLONA E., *Rischio e potere nel diritto societario riformato fra golden quota di S.r.l. e strumenti finanziari di S.p.a.*, Torino, 2012.

BEBCHUCK L., *The debate on contractual freedom and corporate law*, in *Columbia Law Review*, Columbia Law Review Association Inc., 1989, p. 1395.

BEBCHUCK L., *A rent protection theory of corporate ownership and control*, in *NBER Working paper*, <http://www.nber.com/papers/w7203>.

BEBCHUK L., KRAAKMAN R., TRIANTIS G., *Stock pyramids, cross ownership and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating from cash-flow rights*, in *Concentrated corporate ownership (National Bureau of Economic Research conference Report)*, University of Chicago press, p. 445.

BEBCHUK L., KASTIEL K., *The Untenable case for dual-class stock*, in *Virginia Law Review*, Virginia Law Review association, 2017, p. 583.

BEN-ISHAÏ S., PURI P., *Dual class shares in Canada: a historical analysis*, in *Dalhousie Law Journal*, 2006, p. 117.

BENAZZO P., *Autonomia statutaria e quozienti assembleari nelle società di capitali*, Padova, 1999.

- BIANCHI L. A., *Operazioni straordinarie, maggiorazione del voto e azioni a voto plurimo*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Torino, 2016, p. 100.
- BIONE M., “*Le azioni*”, in *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1991, p. 53.
- BIONE M., *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giur. Comm.*, 2011, p. 678.
- BIONE M., *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: notarelle sul tema*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, p. 271.
- BJUGGREN C., JOHANSSON D., SJÖGREN H., *A note on employment and gross domestic product in Swedish family-owned business: a descriptive analysis*, in *Family Business Review*, Sage Publications, 2011, p. 362.
- BRAU J., FAWCETT S., *Initial public offering: an analysis of theory and practice*, in *Journal of Finance*, The American Finance Association, 2006, p. 399.
- BREGLIA M., *Questioni controverse in tema di contratti parziari*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1912, 1, p. 457.
- BRUDNEY V. E CHIRELSTEIN M.A., *Case and materials on Corporate Finance*, 1987, p. 224.
- CABIATI A., *Le azioni privilegiate nel nuovo codice del commercio*, in *La Stampa* del 23.5.1924 e 18.12.1925.
- CAHN A., DONALD D., *Comparative Company Law*, Cambridge, 2010.
- CARNEY R., CHILD T., *Changes of ownership and control of East Asian Corporations between 1996 and 2008: the Primacy Polics*, in *Journal of Financial Economics*, 2013, p. 494.
- CASSINELLI B., *Illegalità delle azioni aventi diritto a voto multiplo*, *Giur. Ital.*, 1925, I, 2, p. 416.
- CIPOLLONE D.P., *Risky Business: A review of dual class share structures in Canada and a proposal for reform*, in *Dalhousie Journal of Legal studies*, 2012, p. 62.
- COSTI R., D’ALESSANDRO F., *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. Comm.*, I, 1990, p. 583.

- COTTINO G., *Diritto Commerciale*, Vol. I, Cedam, 1994.
- CREMERS M., LAUTERBACH B., PAJUSTE A., *The life-cycle of dual class firm valuation*, in <http://papers.ssrn.com>, 2018.
- CUSA E., *Il socio finanziatore nelle cooperative*, Milano, 2006.
- D’ALESSANDRO, *Il conflitto di interessi socio e società*, in *Giur. Comm.*, 2007, I, p. 5.
- D’ATTORRE G., *il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007.
- DANOS J., *Les Actions a vote plural*, Parigi, 1922.
- DAVIS J.S., *Essays in the earlier history for American corporations*, Harvard University Press, 1917.
- DE ANGELO & DE ANGELO, *Managerial ownership of voting rights: A study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock*, in *Journal of Financial Economics*, 1985, p. 33.
- DE VITIS S., *Le azioni di risparmio: sintesi storica*, in *intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Patronni Griffi A., Sandulli M., Santoro V. (a cura di), Giappichelli, 1999, p. 987.
- DENOZZA F., *Quattro variazioni sul tema “contratto, imprese e società” nel pensiero di Carlo Angelici*, in *Giur. Comm.*, 2013, I, p. 480.
- DENT G.W., *Dual Class recapitalization: a reply to Professor Seligman*, in *George Washington Law Review*, 1986, p. 725.
- DODD E.M., *American Business Corporations until 1860*, Cambridge, 1954.
- DOLBEAU M., “*Rapport a la Societe d’etudes legislatives*”, in *Recueil juridique des societes*, 1925, p. 1929.
- EDMONSTON P., *Google’s IPO five years late. The New York Times*, in <http://dealbook.nytimes.com/>, 2009; Carter S., *If you invested \$1000 in Facebook at its IPO, here’s how much you would have now*, in <http://www.cncb.com>, 2018.

EGAN T, THOMPSON J., WONG I., BELL M., *The revival of dual class shares*, in <https://www.bakermckenzie.com/en/insight/publications/2020/03/the-revival-of-dual-class-shares>, 2020.

ELENA N., “*Le azioni con voto plurimo o con voto altrimenti privilegiato nelle Società Commerciali Italiane*”, Torino, 1927.

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

FERRI G., *Il Decreto Legge 8 aprile 1974, n. 95 e le modificazioni apportate con la legge di conversione*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1974, I, p. 192.

FERRI G., *La filosofia della miniriforma delle società per azioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1975, I, p. 218.

FERRO-LUZZI P., *Le azioni di risarmio; “vingt ans après”*, in Aa Vv, *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, p. 243.

FISCHEL D.R., *Organized exchanges and the regulation of dual class common stock*, in *University of Chicago Law Review*, University of Chicago Law School, 1987, p. 119.

FRANK-FAHLE G., “*Die Stimmrechtsaktie*”, Berlino, 1923.

FRE' G., *Le azioni a voto plurimo*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1925, I, p. 121.

FRIED J. KAMAR E., YAFEH Y., *The effect of minority veto rights on controller tunnelling*, in ECGI Law Working Papers, http://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/finalfriedkamaryafeh_0.pdf, 2018.

GALEA I., *Investors call for limits on dual-class shares in light of Rogers battle*, in <https://www.theglobeandmail.com/business/article-investors-call-for-limits-on-dual-class-shares-in-light-of-rogers/>, 3.11.2021.

GENOVESE A., *Introduzione delle azioni a voto plurimo e recesso*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Torino, 2016, p. 69.

GIAMPAOLINO C. F., *Sub. art. 145 del Tuf*, in *Il testo unico della Finanza*, Torino, 2012, p. 1906.

GILSON R., *The law and finance of corporate acquisition*, Foundation press, 1986, p. 255.

GILSON R., *Evaluating dual class common stock: the relevance of substitutes*, in *Virginia Law Review*, 1989, p 807.

GILSON R., *Supplement to the law and finance of corporate acquisition*, Foundation press, 1993, p. 2.

GILSON R.J., KRAAKMAN R., *The mechanism of market efficiency*, in *Virginia Law Review*, 1984, p. 549.

GOBBI U., “*Abolizione delle Azioni al Portatore*”, in *Monitore Tribunali*, 1916, p. 861.

GOMPERS P., ISHII J., METRICK A., *Extreme governance: an analysis of dual class firms in the United States*, in *The Review of Financial Studies*, 2010, p. 1051, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp024>.

GORDON J.N., *Ties that bound: Dual class common stock and the problem of shareholders choice*, in *Corporate law and economic analysis*, Cambridge, 1990, p. 74.

GOSHEN Z., HAMDANI A., *Corporate control and idiosyncratic vision*, in *Yale law journal*, The Yale Law Journal Company, 2016, p. 560.

GRY T., *Dual class share structures and best practices in Corporate Governance*, in *Library of Parliament*, 2005, in <https://publications.gc.ca/collections/Collection-R/LoPBdP/PRB-e/PRB0526-e.pdf>.

GURREA-MARTINEZ A., *Should securities regulators allow companys going public with dual class shares?*, in *Londo Business Law Blog*, <http://www.law.ox.ac.uk>, 2018.

GURREA-MARTINEZ A., *Towards a credible system of independent directors in controlled firms*, in *Australian Journal of Corporate Law*, <https://papers.ssrn.com>, 2020, p. 31.

GURREA-MARTINEZ A., *Theory, Evidence, and Policy on dual-class shares: a country-specific response to a Global debate*, in *European business organization law review*, Springer, 2021, p. 475.

GUERRERA F., *Abuso del voto e controllo di correttezza nel procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. Soc.*, 2002, p. 186.

GUERRERA F., *La responsabilita deliberativa nelle società di capitali*, Torino, 2004, p. 153;

GUERRERA F., *Compiti e responsabilità del socio di controllo*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2009, p. 506.

GUERRERA F., *Azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Torino, 2016, p. 47.

HAMEL J., *Affectio societatis*, *Riv. Dir. e prat, Comm.*, 1926, 1, p. 43.

HART O., *Firms, contracts and financial structure*, Oxford, 1995.

HEMARD D, *Les actions de categories*, in *Le Mode Illustré financier* del 26.11.1921.

HOUPIN C., *Traité général théorique et pratique des sociétés civiles et commerciales : avec formules*, Parigi, 1912.

HOWELL J.W., *The survival of the U.S. dual class share structure*, in *Journal of Corporate Finance*, 2017, p. 440.

HUAN F., *Dual Class Shares Around the top global financial centres*, in *Journal of Business Law*, 2017, p. 137.

JACKSON R., *Perpetual dual class stock: the case against Corporate Royalty*, *US Securities and Exchange Commission*, in <https://www.sec.gov/news/speech/perpetual-dual-class-stock-case-against-corporate-royalty>, 2018.

JANNONI G., *Azioni a voto multiplo Riv. Pol. Econ.*, 1925, p. 624.

JEANNIN I., “*La vie financière des sociétés*”, Parigi, 1925, p. 24.

JENSEN M. E MECKLING W., *Theory of the firm: Managerial Behaviour, Agency costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, p. 305.

JORDAN B., KIM S., LIU N., *Growth opportunities, short-term market pressure, and dual-class share structure*, in *Journal of Corporate Finance*, 2016, p. 304.

KHALIL S., MAGNAN M., *Dual Class Shares: Governance, Risks and Rewards*, in *Ivey Business Journal*, <http://www.iveybusiessjournal.com>, 2007.

KRAAKMAN R., ARMOUR J., DAVIES P., ENRIQUES L., HANSMANN H., HERTIG G., HOPT K., KANDA H., PARGENDLER M., RINGE W.G., ROCK E., *The*

anatomy of corporate law, A comparative and functional approach, Oxford, thierd ed., 2017, p. 80.

KIM H., MICHAELY R., *Sticking around too long? Dynamics of the benefits of dual-class voting*, 2019, in <http://papers.ssrn.com>.

LA PORTA R., LOPEZ DE SILANES F., SHEIFER A., VISHNY R., *Corporate ownership around the world*, in *Journal of Finance*, The American finance Association, 1999, p. 471.

LA SALA G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nelle società per azioni*, Torino, 2011.

LAMANDINI M., *Gli strumenti finanziari emessi dalle cooperative*, in *La disciplina civilistica e fiscale della nuova società cooperativa*, Uckmar V., Graziano F. (a cura di) 2005, p. 217.

LAMANDINI M., *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, p. 491.

LAMANDINI M., *Voto plurimo, voto maggiorato e disciplina dell'OPA*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, Torino, 2016, p. 128.

LAUTERBACH B., PAJUSTE A., *The long-term valuation effects of voluntary dual-class share unification*, in *Journal of Corporate Finance*, 2015, p. 171.

LEASE R.C., MCCONNELL E MIKKELSON, *The market value of control in publicly-traded corporations*, in *Journal of Financial Economics*, 1983, p. 450.

LI X., JIAO Y., YU M.T., ZHAO Y., *Founders and the decision of Chinese dual-class IPOs in the US*, in *Pacific-Basin Financial Journal*, 2019, p. 101017.1.

LIPTON M., *The many myths of Lucian Bebchuck*, in *Virginia law review*, Virginia Law Review Association, 2007, p. 733.

LOOMIS & RUBMAN, *Corporate Governance in Historical perspective*, in *Hofstra Law Review*, 1973, p. 152.

LUND D., *Nonvoting shares and efficient corporate governance*, in *Stanford Law Review*, Stanford Law School, 2019, p. 690.

MANCINI P.S., *Motivi del cod. comm.*, Napoli, IV, p. 368.

MARASA' G., *Voto plurimo, voto maggiorato e cooperative*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 2016, I, p. 1.

MARCHETTI P., *Osservazioni e materiale su voto maggiorato*, in *Riv. Soc.*, 2015, I, p. 448.

MARCHETTI P., *Il voto maggiorato nelle società quotate*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Tombari U. (a cura di), Torino, 2016, p. 4.

MASSELLA DUCCI TERI B., *Voto plurimo e voto maggiorato*, in *Digesto disc. Priv.*, Sez. comm., vol. 7, Torino, 2015, p. 627.

MASULIS R., WANG C., XIE F., *Agency problems at dual class companies*, in *The Journal of Finance*, The American Finance Association, 2009, p. 1697.

MARCHETTI, *Le fusioni transfrontaliere del gruppo Fiat-Chrysler*, in *Rivista delle Società*, 2014, p. 1124.

MARCHISIO E., *La maggiorazione del voto (art. 127 quinquies T:U:F.): récompense al socio stabile o truccage del socio di controllo?*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 2015, I, p. 78.

MAZEAUD H., *Le vote privilégié dans les sociétés des capitaux*, Parigi, 1924.

MELUZIN T., ZINECKER M., BALCEZARK A., PIETZRAK M., *Why do companies stay private? Determinations for IPO candidates to consider in Poland and Czech Republic*, in *Eastren European Economics*, <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00128775.2018.1496795>, 2018, p. 471.

MOLIERAC M.J., *Sur le droit à la disponibilité des actions*, in "Revue des Sociétés", Parigi, 1925, p. 441.

MORCK R. PERCY M., TIAN G., YEUNG B., *The rise and fall of the widely held firm: a history of Canadian corporate ownership*, in *A history of Governance around the world: family business groups to professional managers*, Chicago University Press, 2005, p. 65.

MORI V., *L'amministrazione delle società anonime*, in *Società Anonima, Amministrazione*, 1897, Milano, p. 546.

NAVARRINI U., "Tratt. Teorico pratico Dir. Comm.", Milano, 1913-1921.

PAJUSTE A., *Determinants and consequences of the unification of the duall class shares*, in *European Central Bank Working Papers*, 2005, p.465.

PASSADOR M.L., *List voting's travels: the importance of being indepent in the boardroom*, in *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, 2018, p. 105.

PARTCH M.M., *The creation of a class of limited voting common stock and shareholder wealth*, in *Journal of Financial Economics*, 1987, p. 313.

PRESTI G., *Amministrazione e controllo nelle cooperative*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 4, Milano, 2007.

PRESTI G., *Gli strumenti finanziari delle società cooperative*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, vol. III, tomo III, Milano 2005, p. 3534.

PRESTIPINO M., *Sub artt. 145-147 del Tuf*, in F. Vella (a cura di), *Commentario TUF*, Torino, 2012, p. 1542.

RACUGNO G., *I nuovi strumenti finanziari delle società cooperative*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, vol. III, tomo III, Milano, 2005, p. 3580.

RAVÀ R., *Il voto plurimo nelle società per azioni*, Bologna, 1929.

REITER B., *Lessons from Magna*, in *Lexpert Magazine*, 2010, in <https://www.mondaq.com/canada/corporate-governance/112784/lessons-from-magna>.

RESCIGNO P., *Strumenti finanziari emessi da società cooperative*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 2007, vol. 4, p. 932.

RIGANTI F., *Società quotate, è l'ora del voto plurimo?*, in *La voce.it*, <https://www.lavoce.info/archives/68013/societa-quotate-e-lora-del-voto-plurimo/>, 22.6.2020.

RIMINI M., *Quorum assembleari e voto multiplo in assemblea*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, Torino, 2016, p. 95.

RIPLEY W.Z., *Main Street and Wall Street*, in *The American Economic Review*, Vol. 18, I, 1928, p. 123.

RUBACK R.S., *Coercive Dual class exchange offers*, in *Journal of Financial Economics*, 1988, p. 153.

SAGLIOCCA M., *Il definitivo tramonto del principio "un'azione un voto"*, in *Riv. Not.*, 2014, p. 921

SCHIUMA L., *Quel voto plurimo nelle quotate che (per il momento) non c'è*, in *Diritti fondamentali.it*, <http://dirittifondamentali.it/wp-content/uploads/2020/05/Schiuma-Quel-voto-plurimo-nelle-quotate-che-per-il-momento-non-c%E2%80%99e%CC%80.pdf>, 31 maggio 2020.

SCHIUMA L., *La delicata questione del voto plurimo delle società*, in *Il Sole 24 Ore*, https://www.ilsole24ore.com/art/la-delicatata-questione-voto-plurimo-societa-ADLkmXV?refresh_ce=1, 4 giugno 2020

SCHWARZ D.E., *Federalism and Corporate Governance*, in *Ohio State Law Journal*, 1984, p. 545.

SCIALOJA A., *Le azioni a voto plurimo*, *Foro It.*, 1907, I, 919.

SCIALOJA A., *Il voto plurimo nelle società per azioni*, in *Foro It.*, I, p. 757.

SELIGMAN J., *Equal protection in shareholder voting rights: the one common share, one vote controversy*, in *George Washington Law Review*, 1986, p. 687.

SHILLER R., *Irrational exuberance*, Princeton, 2000.

SMART S., THIRUMALAI R., ZUTTER C., *What's in a vote? The short and long-run impact of dual-class equity on IPO firm value*, in *Journal of Accounting and Economics*, 2008, p. 94.

SOLUS H., *"Les actions a droit de vote privilegie"*, in *Revue des sociétés*, 1922, p. 317.

SPADA P., *Le azioni di risparmio*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1974, p. 600.

SPOLIDORO M. S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati, Convegno di studio Fondazione Centro nazionale di prevenzione e difesa sociale - Fondazione Courmayeur* a cura di Paolo Montalenti, https://www.cnpds.it/documenti/relazione_prof__spolidoro.pdf, 2016.

SRAFFA A., *"L'ostruzionismo dei soci"* in *Riv. Dir. Comm.*, 1906, II, p. 84.

SRAFFA A., *Illegittimità delle azioni a voto privilegiato*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1924, II, p. 210.

STAGNO D'ALCONTRES A., *Art. 2351*, in *Società di capitali, Commentario*, Niccolini G., Stagno D'Alcontres A. (a cura di), Napoli, 2004, p. 301.

STEIN J.C., *Takeover treats and managerial myopia*, in *Journal of political Economics*, 1988, p. 61.

STEVENS W.H., *Stockholders' voting rights and the centralization of voting control*, in *Quarterly Journal of economics*, 1926, p. 61.

TASSINARI F., *I quorum costitutivi e deliberativi*, in *Il funzionamento dell'assemblea di S.p.a. nel sistema tradizionale*, Milano, 2008, p. 212.

THALLER E., *Des divers emplois possibles d'action priorité*, in *Journal de sociétés*, 1912, p. 394.

THALLER E., *Traité général théorique et pratique de droit commercial*, Parigi,, II ed, 1925.

TOMBARI U., *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. Soc.*, 2002, p. 1109.

TOMBARI. U., *Le azioni a voto plurimo*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Torino, 2016, p. 13.

TONELLI E., in *La riforma delle società, Società cooperative, a cura di M. Sandulli e V. Santoro*, vol. IV, Torino, 2003, p. 2713.

TSANG K.F., *Listing destination of Chinese companies: New York or Hong Kong?*, in *Columbia Journal of Asian Law*, 2010, p. 360.

TUZYK J., KOZUB C., *Ontario Court approves Magna's Plan of Arrangement*, in *Blakes Bulletin*, 25.8.2010, <http://www.blakes.com>; Hoffman J.M., *Court Approval of Plan of Arrangement: The Magna Decision*, in <https://www.millerthomson.com/en/publications/communiques-and-updates/securities-practice-notes/winter-2011/court-approval-of-plan-of-arrangement-the/>, 2010.

UNGARI P., *"I precedenti storici del vigente diritto delle società per azioni"*, in *Ricerca sulle società commerciali*, Collana dei quaderni di studi di legislazione della Camera dei deputati, Roma, 1968, p. 41.

VENTUROZZO M., *Un'azione un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, p. 512.

VENTORUZZO M., *Regulatory competition and freedom of contract in the US corporate law*, in *State law research paper*, <http://papers.ssrn.com>, 2016.

VIDARI E., *Le Società e le Associazioni Commerciali*”, Hoepli, 1889, n. 407.

VIGHI A., *Diritti individuali degli azionisti*, Parma, 1902.

VIVANTE C., *Trattato di diritto commerciale*, Milano, vo. II, 1923.

VIVANTE C., *I progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime*, in *Rivista bancaria*, 1925, p. 542 e *Riv. Dir. Comm.*, 1925, p. 429.

Altri documenti in ordine cronologico.

President studies non-voting stock, in *New York Times*, 17.2.1926.

General Cinema board seeks new stock class to discourage suitors, in *Wall Street Journal*, 14.11.1984.

General Cinema Corp., begins exchange offer for new class B stock, in *Wall Street Journal*, 2.1.1985.

Testimony of T.B. Pickens, General Partner, Mesa Limited Partnership, before the SEC, 22.7.1987.

Sec Office of the Chief Economist, Update – The effects of dual class recapitalizations on shareholders wealth: including evidence from 1986 and 1987, in <http://sec.gov>, 16.7.1987.

Security Exchange Act Release No. 25-891, 7.7.1988, in *Federal security law report of the U.S.*, 84,247-89,208.

Business Roundtable, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990), in <https://casetext.com/case/the-business-roundtable-v-sec>.

New York Stock Exchange, Uniform Voting Rights Policy – Request for Comment, 3.2.1994.

High Level Expert Group on Company Law, *Report on Issues Related to Takeover Bids*, in <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=441004005103026117075109092064087113000072036040057060073085094090002092027120111014055061107113117007127108119054045038066042026116074069123029093008097068058079014006112025082086117118094012064104126017028124004026126104070104067074112123097&EXT=pdf&INDEX=TRUE>, 2002.

High Level Expert Group on Company Law, *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law*, in https://ecgi.global/sites/default/files/report_en.pdf, 2002.

Commissione Europea, *Communication from the Commissione to the Council and the European Parliament, Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward*, in [https://www.europarl.europa.eu/RegData/docs_autres_institutions/commission_europeenne/com/2003/0284/COM_COM\(2003\)0284_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/docs_autres_institutions/commission_europeenne/com/2003/0284/COM_COM(2003)0284_EN.pdf), 21.5.2003.

Second Class Investors, *The use and abuse of subordinated shares in Canada*, in https://www.share.ca/files/Second_Class_Investors.pdf, 2004.

Google and the establishment set to clash, in *Financial Times*, 1.5.2004.

Institutional Investor Services, European Corporate Governance Institute (ECGI), studio legale Sherman & Sterling, *Report of the Proportionality Principle in the European Union*, in <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/14881/attachments/2/translations>, 2007.

Commission Staff Working Document, *Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies*, in https://ec.europa.eu/smart-regulation/impact/ia_carried_out/docs/ia_2007/sec_2007_1705_en.pdf, 12.12.2007.

Alibaba, Ipo record. Vale oltre 230 miliardi di dollari, in *La Repubblica*, https://www.repubblica.it/economia/finanza/2014/09/19/news/alibaba_ipo-96119320/, 18.9.2014.

Proposte di modifica al Regolamento emittenti in materia di voto plurimo, 5 novembre 2014, in https://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_emittenti_20141105.htm?hkeywords=&docid=2&page=1&hits=198&nav=true.

Delibera n. 19084, Modifiche al regolamento di attuazione del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti adottato con delibera del 14 maggio 1999 n. 11971 e successive modificazioni, in <https://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/bollettino2014/d19084.htm>.

ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato* (Circolare del 7 aprile 2015, n. 10), p. 8.

Massima n. 46 del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, in *Orientamenti dell'Osservatorio sul Diritto Societario*, Milano, 2016, p. 93.

Council of Institutional Investors, *Investors Petition NYSE, NASDAQ to curb listing of IPO dual-class shares companies*, http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/FINAL%20Dual%20Class%20Petition%20Press%20Release%00Oct%2024,%202018.pdf, 24.10.2018; BEBCHUCK L., KASTIEL K., *The untenable case for dual class stock*, in *Virginia Law Review*, Virginia Law Review Association, 2017, pp. 583-621.

Tokyo Stock Exchange, *Listing System Improvement FY2008*, 27.5.2008, <http://www.jpx.co.jp/english/equities/improvements/general/tvdivq0000004iib-att/080527.pdf>

CFA Institute, *Dual class shares: the good, the bad and the ugly, a review of the debate surrounding dual-class shares and their emergence in Asia Pacific*, in <http://cfainstitute.org>, 2018.

Singapore Exchange, *Consultation paper on proposed listing framework for dual class share structure: responses to comments*, 26.6.2018, <https://www.sgx.com/media-centre/20180626-sgx-launches-rules-listing-dual-class-shares-companies>.

Listing Rule 7.2.AR, in <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/7/2.html>

Rule PS14/8, <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-08.pdf> e <https://www.fca.org.uk/publications/policy-statements/ps14-8-response-cp13-15-%E2%80%93-enhancing-effectiveness-listing-regime>.

AGCM, Segnalazione ai sensi degli artt. 21 e 22 della legge 10 ottobre 1990, n. 287 in merito a: Proposte di riforma concorrenziale, ai fini della Legge Annuale per il Mercato e la Concorrenza anno 2021, in <https://www.agcm.it/dotcmsdoc/allegati-news/S4143%20-%20LEGGE%20ANNUALE%20CONCORRENZA.pdf>, 2021.