

IL VOTO MAGGIORATO NELLE SOCIETÀ QUOTATE

Piergaetano Marchetti

SOMMARIO: 1. Prologo. – 2. La lezione del prologo. – 3. Quotazione e azioni a voto plurimo. – 4. Categorie di azioni e voto maggiorato. – 5. Gli spazi dell'autonomia statutaria. – 6. La rinunzia. – 7. *Opt in, opt out* e diverse funzionalità della maggioranza.

1. Prologo

Il 9 luglio 2013 l'assemblea straordinaria di una società quotata italiana (Fiat Industrial) approvava un complesso progetto di fusione transfrontaliera che comportava l'incorporazione della società quotata italiana in una sua controllata al 100% di diritto olandese. Gli azionisti di Fiat Industrial, oltre a ricevere azioni dell'incorporante in contropartita, erano legittimati, a loro richiesta e secondo una determinata procedura, dopo un triennio a ricevere un'azione a voto speciale per ogni azione posseduta. Tali azioni speciali, si avverte nella relazione del Consiglio di Fiat Industrial, “saranno iscritte in un registro speciale e, fino a quando permarranno in tale registro non potranno essere alienate, cedute, trasferite, date in pegno o soggette a qualsivoglia peso o gravame”.

Le azioni speciali attribuiscono il voto, di guisa che il possessore di azione ordinaria che abbia maturato il diritto all'attribuzione dell'azione speciale vede raddoppiato il suo voto.

La fusione venne perfezionata il 27 ottobre 2013.

Luglio 2014. Un'altra società quotata italiana, FIAT (controllante della società protagonista dell'operazione sopra descritta), quotata in borsa ripeteva l'operazione. Approvava un progetto di fusione per in-

corporazione in una controllata olandese. Il progetto non solo contemplava che l'incorporante olandese emettesse azioni speciali di fedeltà a seguito di un possesso continuativo per un certo periodo di tempo, ma contemplava senz'altro l'attribuzione di tali azioni agli azionisti dell'incorporata Fiat che fossero rimasti tali dalla *record date* al perfezionamento della fusione (agli azionisti, quindi, che non avessero fatto ricorso al recesso loro spettante).

24 giugno 2014. Viene emanato il d.l. n. 94 il cui art. 20 contemplava l'introduzione nel TUF di un nuovo art. 127-*quinquies*. Il 1° comma di tale nuovo art. 127-*quinquies* stabiliva e stabilisce che "gli statuti possono disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino ad un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data di iscrizione" in un apposito elenco che gli emittenti che di tale facoltà intendono fare uso devono istituire.

Il voto pertanto si può moltiplicare come premio di fedeltà del possesso. Pur non passando attraverso l'azione speciale del diritto olandese, il risultato rimane il medesimo.

Fiat il 1° agosto 2014 approvava il progetto di fusione e le sue azioni speciali. Il Parlamento italiano con la legge 11 agosto 2014 convertiva (con modifiche) il d.l. n. 91 e sanciva l'entrata nel panorama italiano del voto maggiorato di fedeltà.

2. La lezione del prologo

Da questa breve cronistoria a me pare che, al di là delle tante illazioni o ragioni particolari sul perché dell'introduzione del voto maggiorato, sicuramente un peso decisivo è rappresentato da una visibilissima esigenza di concorrenza tra ordinamenti. E se il recupero del voto multiplo (per usare un'espressione che comprende voto maggiorato e plurimo) è frutto di concorrenza tra ordinamenti, ciò non può non ricondursi alla tendenza alla rivalutazione di stabilità e *long termism* dopo la crisi di questi anni, dovuta anche ad una finanza che molto si è basata sulla volatilità, sul breve termine.

Certo, è una scelta di *policy*, ma non griderei subito ad una scelta antistorica nell'era del dominio della figura dell'investitore istituzionale né di una scelta antimercato né, ancora, ad una scelta che contradd-

dice un lungo lavoro diretto a garantire agli investitori *accountability* della *governance* della società quotata sotto il profilo almeno dell'impedimento della estensione e fruizione dei benefici privati da parte del gruppo di comando che il voto maggioritario può indubbiamente rafforzare.

Sotto quest'ultimo profilo, credo che vi siano adeguati presidi. Semmai si dovrà estendere a livello applicativo (cioè a livello di regolamento della singola società) il perimetro delle parti correlate in modo da esser certi di comprendere chi, grazie al voto maggiorato, possa trovarsi in una situazione di correlazione rilevante.

Quanto al mercato non lo si violenta. Avrà la possibilità di giudicare: promuovere o bocciare l'emittente che al voto maggiorato ricorra. Proprio il crescente peso degli investitori istituzionali anche all'appuntamento assembleare e la necessità del *quorum* deliberativo dei due terzi rendono particolarmente efficace il vaglio degli investitori stessi anche nel caso di società con un socio di controllo.

Il futuro dell'investitore istituzionale, poi, siamo davvero sicuri che non lasci spazio anche ad investimenti stabili; che la logica sia sempre, e solo, quella delle mani libere per vendere in ogni momento (ma il voto maggiorato non lega affatto le mani) e che *public company* e contendibilità continua sia l'*habitat* ideale per l'investitore di domani?

3. Quotazione e azioni a voto plurimo

Queste prospettive e la tesi che la concorrenza tra ordinamenti costituisca il *benchmark* del voto maggiorato trova conferma nella scelta (logica peraltro, per le non quotate il risultato della stabilità è in *re ipsa* e comunque agevolmente raggiungibile) di riservare la maggiorazione del voto alle società quotate. Non credo che la maggiorazione di voto sia consentita alle società non quotate. La maggiorazione pare concepita come incentivo all'investimento in borsa. Presuppone logicamente la circolazione delle partecipazioni. Costituisce disincentivo al cedere alle sirene della volatilità.

Riservare significa tuttavia rendere operativa la maggiorazione, non la semplice previsione statutaria. Quindi non mi pare che sia illecita l'inserzione della clausola di maggiorazione con effetto differito al momento della ammissione alle negoziazioni sia che il procedimento sia già ini-

ziato, sia che non lo sia. La facoltà statutaria di utilizzare il possesso *ante* ammissione alla quotazione (art. 127-*quinquies*, 7° comma) per la maturazione (una volta che sia intervenuta la quotazione) dovrà, in tal caso, porre come termine iniziale della maturazione “anticipata” l’inizio della procedura di quotazione.

Anticipo qualche osservazione che proporrò tra poco per segnalare come l’uso statutario di questa facoltà (fruizione anticipata del possesso continuativo) è già indice di come l’autonomia statutaria possa, nell’ambito della maggiorazione, valorizzare questo o quell’uso, influenzando sulla funzione stessa dell’istituto.

Così, a me pare che la clausola di fruizione anticipata può accrescere l’appetibilità della partecipazione in società potenzialmente quotabili per un *equity fund* che potrebbe così vedere agevolato un esordio in borsa che consente sia lo smobilizzo di parte del loro *equity* sia il permanere per un certo periodo in un ruolo di guida o monitoraggio della società.

Su un fronte diverso non mi pare inutile ricordare come nell’IPO l’attribuzione di azioni gratuite al sottoscrittore che si riveli “fedele” sia prassi largamente utilizzata e gradita non solo dal *retail*.

Il venir meno della quotazione determina la cessazione della maggiorazione: il recesso spetta ai sensi dell’art. 2437-*quinquies* per il venir meno della quotazione, non per il venir meno della maggiorazione. Voto multiplo sì, dice il legislatore dell’estate 2014, ma *cum iudicio*.

La società quotata può “ereditare” azioni a voto plurimo per fusione o scissione oltre che mantenerle perché emesse prima della quotazione, ma non emettere *ex novo* per la prima volta azioni a voto plurimo. Le azioni a voto plurimo non possono convivere con la maggiorazione di voto.

Stante l’incompatibilità tra azioni a voto plurimo e maggiorazione di voto nella società quotata (art. 127-*sexies*, 3° comma), la società quotata potrà essere chiamata ad alcune scelte.

a) Ove la società abbia prima della quotazione emesso azioni a voto plurimo e previsto con inizio della quotazione la maggiorazione, dovrà optare per l’una o l’altra via.

La maggiorazione, ove si mantengano le azioni a voto plurimo, non opererà, ma se ci si vuol affidare solo alla maggiorazione le azioni a voto plurimo andranno convertite, con conseguente assemblea speciale e recesso per gli azionisti della categoria, salvo che le azioni a voto plurimo

avessero come caratteristica originaria il loro venir meno in caso di quotazione. Il recesso, sottolineo, consegue al venir meno delle azioni a voto plurimo, non per il “sopraggiungere” delle azioni a voto multiplo.

b) Alla conversione delle azioni a voto plurimo od alla eliminazione della maggiorazione si dovrà procedere dopo la (con effetto dalla) quotazione, ove, rispettivamente, la società quotata abbia in circolazione azioni a voto plurimo e voglia introdurre la maggiorazione oppure ove, in presenza di maggiorazione, si presenti la possibilità (per fusione o scissione) di emettere azioni a voto plurimo.

Anche questo tipo di scelta sottende valutazioni sul profilo dell’azionariato e dei suoi assetti proprietari, sull’opportunità di introdurre o eliminare (a favore di questa o quella tipologia di investitori) elementi incentivanti o disincentivanti.

Un’altra potenziale importante occasione per guardare alla tipologia (voluta o in essere) dell’azionariato, per selezionare tra il novero di obiettivi che in genere il voto multiplo può perseguire o può impedire di perseguire.

La previsione per cui l’introduzione della maggiorazione di voto non comporta recesso costituisce, a mio avviso, conferma di una interpretazione dell’art. 2437, 1° comma, lett. g), che attribuisce rilevanza legittimante il recesso solo ai titolari di azioni il cui diritto di voto è (negativamente) alterato, non al caso in cui la potenza di voto sia alterata come riflesso dell’intervento sul voto di altre azioni. Si tratterà qui semmai di pregiudizio di categorie che non necessariamente si abbina al presupposto del recesso. E si tratterà di un pregiudizio assai discusso dal momento che si riflette in un diritto di rango.

Assai dubbia mi pare la ricorrenza del recesso nell’ipotesi di eliminazione/riduzione della maggiorazione che riguardi tutti gli azionisti. Fermi, ovviamente, i casi di abuso di maggioranza, in tal caso il costo del recesso cristallizzerebbe ulteriormente il gruppo di comando a scapito degli investitori istituzionali e della contendibilità.

4. Categorie di azioni e voto maggiorato

Le azioni con voto maggiorato (ogni azione può avere sino a due voti) non costituiscono una categoria di azioni. La maggiorazione di voto

non è caratteristica dell'azione, ma può operare in relazione ad una condizione in cui si trova l'azionista, il titolare dell'azione. Tale condizione è rappresentata dalla "appartenenza" "per un periodo continuativo" quale quello stabilito dalla relativa clausola statutaria, comunque "non inferiore a ventiquattro mesi" decorrenti non dall'acquisto, non dall'iscrizione a libro soci, ma dalla iscrizione in un "apposito elenco", rimessa alla decisione del socio (che in ogni momento può rinunziarvi e che può limitare l'iscrizione a parte delle azioni appartenetegli), per le cui caratteristiche provvederà un regolamento emanato dalla CONSOB. Si ha una situazione, per qualche aspetto, simile a quella del voto scaglionato o del plafonamento del diritto di voto dell'art. 2351, 3° comma c.c. Anche qui, avverto, è in relazione ad una situazione soggettiva (la "quantità" di "possesso", non la durata di "appartenenza") del titolare delle azioni che opera la modulazione (restrittiva) del voto. Nello scaglionamento o nel plafonamento il socio può influire sullo stesso modificando il proprio possesso, mentre per la maggiorazione può addirittura decidere se, in che misura, per quanto tempo, fruirne. Si ha soprattutto una situazione simile a quella della maggiorazione del dividendo dello sfortunato art. 124-*quater* sul cui schema si è mosso il legislatore del 2014.

A proposito dello scaglionamento o del plafonamento del voto va richiamata l'attenzione sul fatto che nell'art. 2351 viene eliminato il divieto di operatività di tali clausole per le società quotate (*rectius*: che fanno appello al mercato del capitale di rischio). Cade quindi il dubbio, che su tale norma si è voluto fondare, circa la ammissibilità di limiti al voto (ma riterrei anche al possesso) nelle società quotate. A proposito dell'art. 2351 non credo peraltro che l'emissione di azioni a voto maggiorato comporti la conseguenza che i voti maggiorati in concreto non possano superare la metà del capitale sociale, non trattandosi di caratterizzazione strutturale dell'azione. Ne consegue che il controllo può essere assicurato, nel caso limite in cui la metà del capitale sia priva del diritto di voto e la rimanente metà possa fruire di voto maggiorato, dal 12,5% del capitale più una azione.

Dall'affermazione che la maggiorazione di voto, non riguardando la struttura dei diritti portati dalle azioni, non costituisce caratteristica delle azioni e così elemento idoneo a "far categoria" delle azioni che ne fruiscono discendono alcuni interrogativi che corrodo di qualche risposta in forma apodittica, tutt'altro che definitiva.

E così, se il punto di riferimento per l'attribuzione della maggiora-

zione è il comportamento del socio, si entra nella problematica della parità di trattamento del socio; ci si muove nell'area ove (e tutt'ora nonostante molti tentativi di erosione) dovrebbero essere rilevanti al fine di differenziare fruizioni di diritti non la persona, ma semmai lo *status* di socio. Il tutto in un quadro sistematico ove il valore della mobilità del controllo è pur sempre valore positivamente accolto (art. 91 TUF); il che giustifica interpretazioni caute nel disegnare in modo selettivo il perimetro della maggiorazione di voto e dei suoi beneficiari.

Ed allora, a me pare certo che la maggiorazione debba riguardare tutti i soci, ma non è altrettanto certo che abbia come presupposto la previsione di un voto pieno.

La maggiorazione potrà quindi essere introdotta a favore di tutti i soci, ma applicata solo all'esercizio del voto delle azioni che strutturalmente del voto pieno fruiscono? Potrà applicarsi a qualsiasi socio sì, ma in relazione, ove sussistano più categorie di azioni, solo al voto spettante ad una e non a tutte le categorie?

La circostanza per cui la maggiorazione del voto non è, per le azioni che ne fruiscono, elemento caratterizzante una categoria conduce, a mio avviso, ad escludere che possa costituire caratteristica aggiuntiva di categorie di azioni qualificate appunto da altri diritti inerenti alle azioni. Con il che non si esclude peraltro affatto logicamente che della maggiorazione possano fruire anche azioni (solo) di una categoria. L'importante è che questa maggiorazione sia fruibile da qualsiasi socio che sia titolare di azioni attributive del diritto di voto suscettibile di maggiorazione. Ed a ben vedere è questa la situazione che si verifica quando la maggiorazione spetta al voto delle azioni ordinarie e accanto alle ordinarie vi sia un'altra categoria di azioni (azioni di risparmio), dato che anche le azioni ordinarie sono allora una categoria.

Credo quindi che sia teoricamente ammissibile il voto maggiorato a favore di tutti i titolari di tutte le categorie di azioni che abbiano il voto; è ovviamente logicamente impossibile parlare di voto maggiorato per azioni senza diritto di voto. Il che consente di ritenere ammissibile il voto maggiorato anche (o solo) rispetto al possesso continuato di azioni a voto limitato (caso, peraltro credo, rarissimo nel panorama delle società quotate).

Certo è ammissibile (e sarà l'ipotesi più frequente) l'attribuzione del voto maggiorato ad una sola categoria rappresentata dalle azioni ordinarie.

La maggiorazione di voto, se deve riguardare tutti gli azionisti titolari di una o più categorie di azioni con diritto di voto e se guarda all'azionista, non può che applicarsi a tutte le azioni di una stessa categoria possedute da qualsiasi azionista? Un passo della Relazione al disegno di legge di conversione sembrerebbe accreditare tale soluzione. Non credo, tuttavia, che tale soluzione in termini così assoluti discenda dalla parità di trattamento, ove lo statuto preveda (come ora consentito) la limitazione di voto ad una misura massima o addirittura un limite al possesso azionario o, ancora, scaglionamenti del voto. Tali limitazioni opereranno (ed avrei dubbi sulla ammissibilità di diversa disposizione statutaria).

E mi pare altresì possibile, stante la ormai generalizzata autonomia anche per le società quotate di modellare l'estensione del voto, che: a) solo rispetto alla maggiorazione operino plafonamenti o scaglionamenti, b) la maggiorazione non riguardi (o non riguardi nella stessa misura) qualsiasi voto, ma solo il voto su "particolari argomenti" o sia subordinata "al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative".

In tutti tali casi non si trasforma la maggiorazione in caratteristiche dell'azione (come nelle azioni a voto plurimo per le quali è espressamente prevista la possibilità di limiti al voto plurimo stesso), ma, più semplicemente, si disciplina la estensione della maggiorazione in relazione a situazioni oggettive o soggettive non discriminatorie perché di portata generale.

5. Gli spazi dell'autonomia statutaria

Ho così già introdotto il tema dell'ampia autonomia statutaria riconosciuta per designare presupposti, contenuto, beneficiari del voto maggiorato.

L'autonomia statutaria riflette l'assenza di un disegno di politica legislativa diretto a privilegiare o, in qualche modo, selezionare una o l'altra tra le varie funzioni in concreto perseguibili dal voto maggiorato. Ma, come già ho anticipato, è con l'autonomia statutaria che si può colorire dal punto di vista funzionale il voto maggiorato.

Il dato legislativo sottratto all'autonomia statutaria è l'elemento della fedeltà, vale a dire l'appartenenza al *medesimo* soggetto dell'azione per un periodo non inferiore a ventiquattro mesi a partire dall'iscrizione

nell'apposito istituendo elenco. Tale presupposto, peraltro, non è di facile interpretazione. Ed il problema interpretativo consiste nello stabilire se la figura della "appartenenza" consenta o meno uno spazio dispositivo al titolare che non giunga sino alla "cessione dell'azione" che è considerata fattispecie interruttiva della appartenenza in via continuata. Ciò che deve permanere è la titolarità dell'azione e la legittimazione all'esercizio del voto attribuito dall'azione in capo ad un medesimo soggetto. Di qui, a mio avviso, la conclusione che la perdita del voto, nel senso dell'attribuzione del voto ad altri (creditore pignoratizio, usufruttuario) deve essere verosimilmente equiparata alla cessione dell'azione nelle materie in cui opera la legittimazione al voto di soggetti diversi dal titolare dell'azione, a meno che (sempre nella materia in cui opera la maggiorazione) colui al quale il voto è attribuito possa rinunziarvi e in concreto rinunzi a favore del socio titolare dell'azione.

Delicato appare il problema delle azioni di compendio di un fondo comune e della intestazione fiduciaria.

Tendenzialmente, in una visione sostanzialmente che guarda all'identità del patrimonio di appartenenza, dovrebbe rappresentare una rottura della appartenenza continuativa il passaggio da un fondo ad altro pur gestito da una stessa società di gestione, ma a diversa conclusione si giunge se si guarda al soggetto gestore. Il trasferimento fiduciario in andata o ritorno se il voto è esercitato dal fiduciante non credo segni una discontinuità di possesso.

L'autonomia statutaria si basa, quanto alla fattispecie interruttiva dell'appartenenza in via continuata, lungo *opt out* e *opt in* diretti, rispettivamente, a rendere più ristretta ovvero ad estendere la portata (l'estensione) della maggiorazione.

Ciò apre spazi di elasticità nei limiti consentiti da una massima ragionevole estensione (o restrizione) dei "paletti" della fattispecie dell'appartenenza e della cessione.

Quindi, a mio avviso, ma è ovvio che il tema è ancora allo stadio problematico, riterrei possibile un intervento statutario diretto a meglio precisare la portata dei "paletti" della appartenenza e della cessione oltre che gli interventi di *opt in* e *opt out* espressamente previsti dall'art. 127-*quinquies*. In questa prospettiva, riterrei possibile ammettere la circolazione delle azioni da un fondo all'altro gestito da una medesima società di gestione, ribadire (uso questo termine perché ad eguale conclusione giungerei, come ho detto, di *default*) la irrilevanza

del trasferimento o ritrasferimento fiduciario, ma anche la rilevanza interruttiva di tale vicenda.

Non mi sentirei di giungere peraltro, neppure in via statutaria, sino alla irrilevanza interruttiva del prestito titoli, mentre sono possibilista anche sull'interpretazione di *default* sull'applicabilità della *record date* al voto maggiorato (perché una stessa fattispecie interruttiva della legittimazione – la cessione – dovrebbe giocare diversamente a seconda dell'intensità del voto “salvato” dalla *record date*?).

La appartenenza al medesimo soggetto preclude l'irrilevanza del possesso indiretto così come quello tramite interposizione. L'equiparazione alla cessione diretta dell'azione della cessione anche indiretta di una partecipazione superiore alla soglia rilevante dell'art. 120, 2° comma TUF nel socio di controllo (diretto o indiretto) non legittima affatto ai fini della maggiorazione il possesso indiretto perché *qualsiasi* cessione diretta è fatto impeditivo. Il passaggio di un possesso da diretto a indiretto è fatto interruttivo ed inoltre comunque è fatto interruttivo, ricorrendone i presupposti, la cessione di partecipazioni del possessore indiretto. Certo è che l'autonomia statutaria nell'ambito della facoltà di ritagliare in ambiti più ristretti del massimo edittale la maggiorazione potrebbe ampliare i casi di cessione indiretta affermandone la ricorrenza, ad esempio, nel caso di cessazione del controllo di partecipazioni in società che comunque detengano azioni a voto maggiorato.

Sempre muovendosi nell'area della autonomia statutaria pur non espressamente evocata da circostanziati *opt in* e *opt out*, è ovvio che l'area di elezione sarà la misura della maggiorazione (che francamente, data anche la lettera dell'art. 127-*quinquies* “fino ad un massimo di due voti” non vedo perché non possa essere frazionaria), la durata dell'appartenenza, la decorrenza dell'esercizio del voto maggiorato. Anche questi elementi non sono irrilevanti nel delineare la funzione della maggiorazione di voto.

6. La rinunzia

All'autonomia statutaria è pure, sembrerebbe ad una prima lettura dell'art. 127-*quinquies*, affidata la facoltà di colui al quale spetta il voto (*rectius* del socio titolare delle azioni con voto maggiorato) di “irrevocabilmente rinunciare in tutto o in parte al voto maggiorato”. A me pa-

re difficile pensare che senza una espressa previsione statutaria il voto maggiorato costituisca una situazione che con l'iscrizione all'elenco si acquista potenzialmente in perpetuo (di successione in successione). Ed allora, credo, che irrevocabilità e rinunziabilità altro non siano che caratteristiche essenziali alla fattispecie della maggiorazione. Il valore prescrittivo della disposizione mi pare riguardi la rinunziabilità *parziaria*: importante leva, a mio avviso, per ampliare il possibile spazio di investitori istituzionali. Dal riferimento all'irrevocabilità come caratteristica essenziale della fattispecie della rinunziabilità, a sua volta caratteristica essenziale della maggiorazione, discende che in casi di rinunzia, anche parziale, per conseguire di nuovo la maggiorazione, anche a possesso azionario invariato, occorrerà una nuova iscrizione nell'apposito elenco ed un nuovo decorso dell'appartenenza continuativa.

7. *Opt in, opt out* e diverse funzionalità della maggiorazione

Non mi soffermo *ex professo* sugli *opt in* e *opt out* espressamente previsti dai commi 3 e 4 dell'art. 127-*quinquies*.

Con l'*opt out* si può eliminare, ma anche solo ridurre, la irrilevanza ai fini dell'interruzione dell'appartenenza continuativa a) della successione *mortis causa*, b) della fusione o scissione del titolare delle azioni che fruiscono della maggiorazione, nonché c) dell'estensione della maggiorazione alle azioni rivenienti da un aumento gratuito di capitale.

L'*opt in* riguarda la possibilità (ma di nuovo anche la *misura*) dell'estensione delle azioni rivenienti da un rapporto di cambio in caso di fusione o scissione (non del titolare delle azioni, ma dell'emittente) o da un aumento di capitale a pagamento.

Il ventaglio delle soluzioni possibili nell'esercizio di questi *opt in* e *opt out* è assai ampio ed è evidente come ricchissima è la scelta di leve per caratterizzare in concreto queste o quelle maggiorazioni rispetto agli interessi presi in considerazione, all'appetibilità o meno, agli effetti sul mercato.

Basti pensare allo sfavore verso cristallizzazioni di capitalismo familiare che comporta la incompatibilità del perdurare della maggiorazione con la vicenda successoria. Ed ancora basti pensare all'effetto "imbrigliante" e disincentivante della rilevanza come fatto interruttivo della fusione o scissione del titolare e, per converso, all'effetto di potenziamento della posizione del titolare ove all'*opt out* non si dia corso, ovve-

ro ove si proceda all'*opt in* per la estensione alle azioni rivenienti da concambio delle azioni a voto maggiorato.

Altri si occuperà dell'aumento di capitale.

Vorrei solo avanzare l'ipotesi che la possibilità (attraverso *opt in* statutario) di estendere la maggiorazione alle azioni rivenienti da un aumento di capitale con la qualificazione-limite della proporzionalità dell'esclusione della maggiorazione esclude la possibilità di combinare l'estensione della maggiorazione con una esclusione, limitazione, non spettanza dell'opzione per accrescere il peso percentuale delle azioni che fruiscono della maggiorazione.

Soluzione quella che propongo credo non sgradita agli investitori istituzionali.

Aggiungo ancora che l'*opt in* per la estensione della maggiorazione in caso di aumento a pagamento (e quindi la mancata estensione come norma di *default*), seppure non si sia in presenza di categorie, sistematicamente avalli la tesi della inesistenza del diritto al rango. Tesi che, sulle orme di quanto già disposto per le azioni di risparmio, l'ultimo comma dell'art. 127-*sexies* in tema di azioni a voto plurimo avalla senza equivoci.

LE AZIONI A VOTO PLURIMO

Umberto Tombari

SOMMARIO: 1. Una breve premessa. – 2. Le azioni a voto plurimo: profili generali. – 3. *Segue.* La disciplina dettata dal legislatore. – 4. *Segue.* Alcuni problemi interpretativi. – 5. Il definitivo tramonto del principio di proporzionalità tra “potere di gestione” e “rischio di impresa” nella S.p.a.

1. Una breve premessa

Le azioni a voto plurimo ed il voto maggiorato sono certamente da annoverare tra le principali e più discusse novità degli ultimi anni nel panorama del diritto societario italiano.

Come da più parti già sottolineato, l'introduzione di queste figure si spiega sull'onda (e sulle suggestioni) del “caso Fiat” ed in una logica di “concorrenza tra ordinamenti”¹. Si può anzi sostenere che – dopo un periodo di sostanziale arresto (e di ripresa del processo di “armonizzazione”) – la volontà legislativa di rendere attrattivo e concorrenziale il nostro ordinamento azionario si è nuovamente manifestata con il decreto legge n. 91/2014 (come convertito dalla legge n. 116/2014), istitutivo delle azioni a voto plurimo e della maggiorazione del voto.

In altra sede si è tentato di approfondire il significato applicativo e sistematico della maggiorazione del voto (e del c.d. “dividendo maggiorato”)², sottolineando i possibili profili di interesse per gli investitori di

¹ Sul punto è sufficiente rinviare a P. MARCHETTI, *Le fusioni transfrontaliere del gruppo Fiat-Chrysler*, in *Riv. soc.*, 2014, 1124 ss.; ID., *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, *ivi*, 2015, 448 ss.

² Cfr. U. TOMBARI, “Maggiorazione del dividendo” e “maggiorazione del voto”: verso

medio-lungo termine e l'apertura verso forme di "personalizzazione" dell'investimento azionario in una società con azioni quotate in borsa.

Tanto premesso, in questo studio l'attenzione sarà concentrata esclusivamente sulle azioni a voto plurimo³, le quali possono rappresentare un utile strumento per l'impresa azionaria non quotata a servizio dei molteplici e dinamici interessi ad essa normalmente sottesi.

Così delimitato il campo di indagine, è opportuno ricordare che la disciplina del diritto di voto nella S.p.a. non quotata è contenuta nelle proposizioni normative di cui all'art. 2351 c.c.; si tratta di una disciplina profondamente diversa rispetto all'impianto originario del 1942, essendo stata sostanzialmente riscritta in seguito alla riforma societaria del 2003 e poi al decreto legge n. 91/2014 (come convertito dalla legge n. 116/2014), il quale non solo ha esteso anche alle "società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio" la possibilità di introdurre statutariamente clausole del "voto massimo" e del "voto a scalare" (art. 2351, 3° comma), ma ha legittimato, per quanto più interessa, le "azioni a voto plurimo" (art. 2351, 4° comma).

Più in particolare, la disposizione in esame prevede, in primo luogo, che "ogni azione attribuisce il diritto di voto" (cfr. art. 2351, 1° comma).

Come già nella formulazione originaria⁴, il principio "un'azione, un

uno "statuto normativo" per l'investitore di medio-lungo termine?, in corso di pubblicazione in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016.

³ Oltre ai saggi contenuti in questo Volume, si segnalano, tra i primi commenti, P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato, Studi dedicati a Mario Libertini*, I, Milano, Giuffrè, 2015, 3 ss.; M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giur. comm.*, 2015, 266/I ss.; M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. comm.*, 2015, 491/I ss.; E. BARCELLONA, *Sub art. 2351, co. 4*, in M. CAMPOBASSO-V. CARIELLO-U. TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni, Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa-G.B. Portale, Milano, Giuffrè, 2016, I, 562 ss.; C. TEDESCHI, *Le azioni a voto plurimo e la miglioramento del diritto di voto*, in *Società*, 2015, 1073 ss.; C.F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giur. comm.*, 2015, 779/I ss.; B. MASSELLA DUCCI TERI, *Voto plurimo e voto maggiorato*, in *Digesto disc. priv., Sez. comm., Agg.*, vol. 7, Torino, 2015, 624 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015, 149 ss.; M. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. comm.*, 2015, 512/I ss.; ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato* (Circolare del 7 aprile 2015, n. 10).

⁴ Per un quadro della normativa prima della riforma del 2003 è sufficiente rinviare

voto” assume, tuttavia, un valore meramente dispositivo⁵. Se questo è vero, nel diritto azionario vigente la possibilità di deroga al principio appena indicato è assai più ampia rispetto al passato (ossia all’ordinamento societario prima della riforma del 2003). In particolare, l’autonomia statutaria è libera di graduare, *sia verso il basso che verso l’alto*, il diritto di voto secondo le esigenze del caso concreto e nel rispetto di un solo limite “generale” espresso: il valore delle azioni a voto limitato (locuzione utilizzata in senso ampio per indicare le tre tipologie di azioni di cui all’art. 2351, 2° comma) non può complessivamente superare la metà del capitale sociale (2351, 2° comma, ult. parte).

In una prospettiva storica, siamo dunque in presenza di una nuova fase dell’evoluzione dei diritti di voto nella S.p.a., rispetto alla quale occorre interrogarsi sui possibili significati, attraverso schemi non necessariamente convenzionali⁶, adeguati ad un *controlling shareholders sy-*

ad C. ANGELICI, *Le azioni*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Milano, Giuffrè, 1992, 168 ss.

⁵ Cfr., tra gli altri, G.P. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, Giappichelli, 2011, 1 ss.; A. STAGNO D’ALCONTRES, *Sub art. 2351*, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D’ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, Jovene, 2004, 301; A. ANGELILLIS-M.L. VITALI, *Sub art. 2351*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti *et al.*, *Azioni*, Milano, Giuffrè, 2008, 399; sul dibattito in merito all’opportunità o meno – soprattutto per le società quotate – di derogare al principio “one share-one vote” S. ALVARO-A. CIAVARELLA-D. D’ERAMO-N. LINCiano, *La deviazione dal principio “un’azione-un voto” e le azioni a voto multiplo*, in *Quaderni giuridici CONSOB*, 2014, 5 ss., ove si ricorda che il principio “un’azione-un voto” rispetto a strutture di voto alternative non trova un sostegno univoco nella letteratura economica; *Report on the Proportionality Principle in the European Union* (studio promosso dalla Commissione europea e pubblicato nel 2007); E. BARCELLONA, *Sub art. 2351, co. 4, cit.*, 570 ss.; P.O. MÜLBERT *et al.*, *One Share One Vote? Tomorrow’s Companies: One Universal Model or Tailored Equity Structures?*, London, European Policy Forum, 2006, *passim*; G. FERRARINI, *Un’azione-un voto: un principio europeo?*, in *Riv. soc.*, 2006, 24 ss.; M. BIGELLI, *Le azioni di risparmio*, Bologna, Il Mulino, 2003, 43 ss.; U. TOMBARI, *Azioni di risparmio e strumenti ibridi “partecipativi”*, Torino, Giappichelli, 2000, 66, nt. 92; M. VENTORUZZO, *op. cit.*, 512/I ss.

⁶ Sebbene non utilizzabile a questi fini, per una interessante prospettiva sul significato dell’evoluzione dei diritti voto negli Stati Uniti (e non solo) v. il saggio di H. HANSMANN-M. PARGENDLER, *The Evolution of Shareholder Voting Rights: Separation of Ownership and Consumption*, in *The Yale Law Journal*, 123 (2014), 948 ss., ove si analizza soprattutto la storia delle *corporations* nordamericane del diciannovesimo secolo, giungendo alla conclusione che le limitazioni del diritto di voto così frequenti in quel momento storico – e rappresentate prevalentemente da tetti al diritto di voto – erano finalizzate a proteggere i soci non come “investitori”, ma come “consumatori”.

*stem*⁷ (quale è quello italiano) e non necessariamente influenzati dal paradigma dei “costi di agenzia”⁸.

2. Le azioni a voto plurimo: profili generali

Per quanto attiene alle azioni a voto plurimo il 4° comma del riformato art. 2351 c.c. stabilisce che “salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Ciascuna azione a voto plurimo può avere fino a un massimo di tre voti”.

L'intervento legislativo del 2014 ha dunque legittimato le “azioni a voto multiplo”, sopprimendo il divieto di emissione di tale figura azionaria⁹.

Tra i primi commenti alla nuova figura, molte sono state le critiche ed i profili di ombra evidenziati¹⁰; più in particolare, è stato segnalato

⁷ Sul punto sempre attuali sono le riflessioni di R. GILSON, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, in *Harvard Law Review*, 119 (2006), 1642 ss.

⁸ Una critica ed un ripensamento di questo paradigma è del resto in atto anche nell'esperienza nordamericana: e v., anche per ulteriori riferimenti al dibattito in corso, R. GILSON-J. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in *Columbia Law Review*, 113 (2013), 863 ss. (“The canonical account of U.S. corporate governance, which stresses the tension between dispersed shareholders and company managers in large public firms, has become factually obsolete and now provides a misleading framework for contemporary corporate governance theorizing”: 864). Per alcune riflessioni sia consentito rinviare anche a U. TOMBARI, *Diritto azionario, corporate governance ed “analisi economica del diritto”: verso il ridimensionamento di una egemonia culturale*, in *Riv. dir. soc.*, 2014, 389 ss. Sul plurimo significato dell'economia per il diritto preziose sono, naturalmente, le equilibrate considerazioni di G. CALABRESI, *The Future of Law & Economics*, New Haven-London, Yale University Press, 2016.

⁹ Sulla *ratio* del divieto v., anche per ulteriori riferimenti bibliografici, G.P. LA SALA, *op. cit.*, 119 ss.; C. ANGELICI, *op. cit.*, 185 ss.; M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, Il Mulino, 2001, 27; B. MASSELLA DUCCI TERI, *Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 753 ss.

¹⁰ V., ad esempio, V. CARIELLO, *Un formidabile strumento di dominio economico. Contrapposizioni teoriche, “battaglie” finanziarie e tensioni ideologiche sul voto potenziato tra le due Guerre Mondiali*, Milano, Giuffrè, 2015, 3 ss.

che la riforma – non preceduta, peraltro, da un adeguato dibattito scientifico e da un accurato esame del contesto economico-finanziario in cui andava ad inserirsi – può fortemente aumentare la separazione tra potere di gestione e rischio di impresa, con possibile e conseguente incremento di fenomeni di estrazione di benefici privati del controllo¹¹.

Il quadro storico (e quindi la “linea” che illumina e nella quale si colloca il “punto” del diritto positivo vigente, per usare la felice espressione di Paolo Grossi) può facilitare un approccio più equilibrato al tema.

Prescindendo in questa sede dall’esame delle motivazioni che furono poste alla base dell’introduzione del divieto delle azioni a voto plurimo nel Codice civile del 1942¹² e della conferma di tale divieto ad opera della riforma societaria del 2003¹³, può essere interessante ripercorrere, in estrema sintesi, il periodo, anteriore al Codice civile del 1942, nel quale le azioni a voto plurimo sono state ritenute legittime ed hanno avuto una qualche diffusione tra le società dell’epoca. Al riguardo, il codice di commercio del 1882 non ammetteva espressamente le azioni a voto plurimo ed in dottrina e giurisprudenza si sviluppò un vivace dibattito sulla legittimità di questa figura¹⁴ (dibattito rigorosamente condotto anche alla luce del quadro comparatistico dell’epoca), ritenuta

¹¹ Per una sintesi si rinvia allo studio di S. ALVARO-A. CIAVARELLA-D. D’ERAMO-N. LINCiano, *op. cit.*, 48 ss.; per una visione prevalentemente critica della figura v. M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, cit., 494/1.

¹² Sui motivi che furono alla base, nel codice civile del 1942, del divieto delle azioni a voto plurimo e del passaggio alle azioni privilegiate a voto limitato v., ad esempio, A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in *Riv. soc.*, 1961, 929 ss.

¹³ Per un quadro v. comunque M. BIONE, *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 663 ss.; G.P. LA SALA, *op. cit.*, 118 ss.; B. MASSELLA DUCCI TERI, *Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative*, cit., 751 ss.; ID., *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 624 ss.; S. ALVARO-A. CIAVARELLA-D. D’ERAMO-N. LINCiano, *op. cit.*, 20 ss.; per le ragioni sottese al mantenimento del divieto delle azioni a voto plurimo nella riforma del 2003 utile è la lettura dei lavori preparatori in M. VIETTI-F. AULETTA-G. LO CASCIO-U. TOMBARI-A. ZOPPINI (a cura di), *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori, testi e materiali*, Milano, Giuffrè, 2006, 1683 ss. del dischetto.

¹⁴ Per un esame approfondito v. V. CARIELLO, *Un formidabile strumento di dominio economico*, cit., 44 ss., ove ampi riferimenti bibliografici; ID., *Azioni a voto potenziato, “voti plurimi senza azioni” e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, 164 ss.; in argomento cfr. anche G.P. LA SALA, *op. cit.*, 117 ss.; B. MASSELLA DUCCI TERI, *Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative*, cit., 749-750.

poi lecita, a certe condizioni, dalla prevalente giurisprudenza di merito¹⁵ e dalla Corte di Cassazione nel 1926¹⁶. In questo contesto, si assistette nel primo dopoguerra “alla rapida diffusione anche in Italia (sebbene in misura minore rispetto ai principali Paesi europei) delle azioni a voto plurimo. Tale diffusione fu legata alla contingente situazione economica del momento e, in particolare, alla svalutazione monetaria post-bellica: nell’emissione di azioni a voto plurimo si vide, infatti, una possibile soluzione contro il rischio che investitori provenienti da Paesi con valuta forte potessero ottenere il controllo delle società nazionali (in un’ottica, quindi, fortemente protezionistica)”¹⁷; e rilevante fu anche l’influenza di grandi banche miste (in particolare, la Banca Commerciale Italiana) favorevoli al voto c.d. “potenziato”¹⁸. Come già accennato, caratteristica di questo periodo fu anche un importante dibattito scientifico, il quale assunse toni e contenuti molto attuali rispetto al momento odierno. Più in particolare, accanto ad opinioni critiche¹⁹, si alzarono voci autorevoli, secondo le quali ogni istituto si presta ad abusi, ma deve essere esaminato e giudicato nei suoi aspetti fisiologici e deve essere disciplinato e posto nelle condizioni di adeguatamente funzionare²⁰; in

¹⁵ Corte app. Milano, 16 dicembre 1924, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 210 ss.; Corte app. Milano, 11 agosto 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 493 ss. e in *Foro it.*, 1925, I, 758 ss. (con nota di SCIALOJA); Corte app. Torino, 3 giugno 1927, in *Riv. dir. comm.*, 1927, II, 405 ss. (con nota di PAULIS); nel senso, invece, che l’emissione di azioni a voto plurimo, accanto ad azioni a voto unico, era contraria alla legge cfr. Trib. Milano, 4 maggio 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 488 ss.; Trib. Roma, 17 novembre 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II, 79-80. In argomento v. anche V. CARIELLO, *Un formidabile strumento di dominio economico*, cit., 27 ss.

¹⁶ Cass. 15 luglio 1926, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II, 373 ss.

¹⁷ B. MASSELLA DUCCI TERI, *Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative*, cit., 750; per le medesime considerazioni cfr. S. ALVARO-A. CIAVARELLA-D. D’ERAMO-N. LINCiano, *op. cit.*, 20; G.P. LA SALA, *op. cit.*, 117; A. ANGELILLIS-M.L. VITALI, *op. cit.*, 462, nt. 279.

¹⁸ Cfr. V. CARIELLO, *Un formidabile strumento di dominio economico*, cit., 73 ss.

¹⁹ Emblematica la posizione di G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, 121 ss. e 489 ss.

²⁰ Cfr., ad esempio, C. VIVANTE, *I progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, 429 ss. (è da segnalare, tuttavia, che in un successivo scritto Vivante si orientò verso la figura delle azioni a voto plurimo nominative e fidelizzanti: il riferimento è a C. VIVANTE, *Contributo alla riforma delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, 316 ss.); A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, in *Foro it.*, 1925, I, c. 758 ss.; T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo*

questa prospettiva (e partendo da un'attenta analisi della realtà socio-economica e dall'esperienza di alcune società commerciali dell'epoca), furono avanzate interessanti proposte in merito a possibili impieghi delle azioni a voto plurimo (o di comando)²¹.

Se esaminiamo poi il panorama comparatistico in merito alla previsione di "azioni a voto multiplo", esso risulta assai variegato²² e conferma che non esistono posizioni univoche su questo tema delle azioni "potenziate". Così, se molti Paesi ammettono questa figura²³, può essere di qualche interesse osservare che le azioni a voto plurimo sono state vietate nel 1998 in Germania²⁴, sulla base della considerazione che deve essere garantita una sostanziale conformità tra potere di influenza sulla società e quota di capitale sottoscritta²⁵.

Tanto considerato, plurime possono essere le ragioni sottostanti all'introduzione nel nostro ordinamento delle azioni a voto multiplo²⁶. A titolo meramente esemplificativo, per le S.p.a. non quotate la rimozione

nelle società per azioni, in *Arch. giur.*, 1925, 131 ss.; A. ARCANGELI-T. ASCARELLI, *Il regime delle società per azioni con particolare riguardo al voto plurimo e alla protezione delle minoranze*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, I, 159 ss. ("la creazione delle azioni a voto plurimo risponde spesso a sane esigenze di tutela dell'amministrazione; va però disciplinata, per evitare l'asservimento della società ad una minoranza"). Per un quadro generale v. anche R. RAVÀ, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, Bologna, Zanichelli, 1929.

²¹ C. VIVANTE, *I progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime*, cit., 432 ss.; A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, cit., 765 ss.

²² Per un quadro d'insieme cfr. S. ALVARO-A. CIAVARELLA-D. D'ERAMO-N. LINCIANO, *op. cit.*, 27 ss.; *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, studio promosso dalla Commissione europea e pubblicato nel 2007.

²³ Lo ricorda, ad esempio, P. MONTALENTI, *Le società per azioni a dieci anni dalla riforma: un primo bilancio*, in *Riv. soc.*, 2014, 420; M.S. SPOLIDORO, *op. cit.*, 149 ss.; per una panoramica sull'esperienza statunitense M. VENTORUZZO, *op. cit.*, 513/I ss.

²⁴ Cfr. § 12, II, *AktG*: "Mehrstimmrechte sind unzulässig"; cfr. anche il par. 2.1.2 del *Deutscher Corporate Governance Kodex*.

²⁵ V., in luogo di molti, U. HÜFFER, *Aktiengesetz*, 11ª ed., München, Springer, 2014, 62 ss.; per la storia delle azioni a voto multiplo in Germania si rinvia all'approfondito studio di B. KROPFF, *Reformbestrebungen im Nachkriegsdeutschland und die Aktienrechtsreform von 1965*, in W. BAYER-M. HABERSACK (a cura di), *Aktienrecht im Wandel*, I, Tübingen, Mohr Siebeck, 2007, 779 ss.; v. anche U. NOACK, *Hauptversammlung und Stimmrecht nach 50 Jahren Aktiengesetz*, in H. FLEISHER *et al.*, *50 Jahre Aktiengesetz*, Berlin-Boston, De Gruyter, 2016, 183-184.

²⁶ Per un quadro v. S. ALVARO-A. CIAVARELLA-D. D'ERAMO-N. LINCIANO, *op. cit.*, 48 ss.

del divieto di emissione di azioni a voto plurimo potrebbe favorire la quotazione in borsa, poiché darebbe al socio fondatore maggiori gradi di libertà nella definizione dell'assetto proprietario che meglio bilancerebbero il *trade-off* fra controllo e opportunità di raccolta di risorse sul mercato (nell'ipotesi in cui il fondatore abbia azioni a voto multiplo e si rivolga al mercato quotando solo azioni ordinarie, è verosimile che il socio fondatore possa vendere o far emettere più azioni ordinarie senza perdere il controllo dell'impresa); le azioni a voto multiplo potrebbero consentire poi di aumentare i ricavi dell'offerta complessiva di vendita e/o sottoscrizione in fase di IPO, riducendo così l'incidenza dei costi di quotazione, in gran parte fissi²⁷. A ciò può aggiungersi che, anche a prescindere da una eventuale quotazione, le azioni a voto plurimo possono consentire di perseguire delicati equilibri di "governo dell'impresa" sia in società familiari (anche, ma non solo, in occasione di un ingresso nel capitale di un fondo di *private equity*) che in società a partecipazione pubblica.

È stato infine osservato²⁸ che le azioni c.d. potenziate possono essere (oltre naturalmente a strumento di "comando", anche) un meccanismo introdotto a tutela delle minoranze "non di comando" (ed eventualmente di certe tipologie di tali minoranze).

3. *Segue. La disciplina dettata dal legislatore*

Passando ad esaminare il quadro della disciplina, si deve in primo luogo, osservare che possono essere attribuiti fino ad un massimo di tre voti ad azione; l'autonomia statutaria non è quindi libera di individuare il numero massimo di voti attribuibili a ciascuna azione.

²⁷ In questi termini S. ALVARO-A. CIAVARELLA-D. D'ERAMO-N. LINCIANO, *op. cit.*, 6 e 51 ss., i quali ricordano che "negli Stati Uniti le azioni a voto plurimo sono utilizzate soprattutto dalle società innovative in fase di quotazione, per attribuire ai soci fondatori un potere decisionale in alcuni casi di gran lunga superiore a quello degli azionisti ordinari"; per analoghe riflessioni v. B. MASSELLA DUCCI TERI, *Voto plurimo e voto maggiorato*, cit., 627; sulle ragioni dell'introduzione di questa figura cfr. anche P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, cit., 5; ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, cit., 8 ss.; avanza dubbi che le azioni a voto multiplo scatenino una corsa alla quotazione M. VENTORUZZO, *op. cit.*, 513/I ss.

²⁸ V. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato, "voti plurimi senza azioni" e tutela dei soci estranei al controllo*, cit., 164 ss. e spec. 184 ss.