

I BATTELLI DEL RENO

Rivista on-line di diritto ed economia dell'impresa

(www.ibattellidelreno.uniba.it – www.ibattellidelreno.it)

direzione

Gianvito Giannelli Ugo Patroni Griffi Antonio Felice Uricchio

comitato scientifico

**Sabino Fortunato (coordinatore) - Lorenzo De Angelis - Pietro Masi -
Cinzia Motti - Antonio Nuzzo – Luigi Filippo Paolucci - Salvatore Patti -
Michele Sandulli - Gustavo Visentini**

Redazione di Bari

**Emma Sabatelli, Giuseppina Pellegrino, Eustachio Cardinale, Rosella
Calderazzi, Barbara Francone, Anna De Simone, Valentino Lenoci,
Enrico Scoditti, Emma Chicco, Claudio D'Alonzo, Giuditta Lagonigro,
Concetta Simone**

Redazione di Foggia

**Michele Bertani, Andrea Tucci, Giuseppe Di Sabato, Corrado Aquilino,
Pierluigi Pellegrino, Grazia Pennella, Annalisa Postiglione**

Redazione di Lecce

**Maria Cecilia Cardarelli, Andrea Sticchi Damiani, Giuseppe Positano,
Alessandro Silvestrini**

Redazione di Napoli

**Andrea Patroni Griffi, Alfonso M. Cecere, Nicola De Luca, Carlo Iannello,
Sergio Marotta, Francesco Sbordone, Pasquale Serrao d'Aquino**

Redazione di Roma

**Giustino Enzo Di Cecco, Paolo Valensise, Vincenzo Vitalone, Valeria
Panzironi, Ermanno La Marca, Valentina Depau**

Redazione di Taranto

**Daniela Caterino, Giuseppe Labanca, Cira Grippa, Gabriele Dell'Atti,
Giuseppe Sanseverino, Pietro Genoviva, Francesco Sporta Caputi, Barbara
Mele**



**UNIVERSITÀ
DEGLI STUDI DI BARI
ALDO MORO**

Direzione

Piazza Luigi di Savoia n. 41/a
70100 – BARI - (Italy)
tel. (+39) 080 5246122 • fax (+39) 080 5247329
direzione.ibattellidelreno@uniba.it

Coordinatore della pubblicazione on-line: Giuseppe Sanseverino
Redazione: presso il Dipartimento Jonico in Sistemi Giuridici ed Economici del Mediterraneo:
Società, Ambiente, Culture - Sezione di Economia -
Via Lago Maggiore angolo Via Ancona
74121 - TARANTO - (Italy)
tel (+39) 099 7720616 • fax (+39) 099 7723011
redazione.ibattellidelreno@uniba.it
giuseppe.sanseverino@uniba.it

ISSN 2282-2461 I Battelli del Reno [on line]

I Battelli del Reno, rivista on line di diritto ed economia dell'impresa, è registrata presso il Tribunale di Bari (decreto n. 16/2012)

La rivista è licenziata con Creative Commons Attribuzione – Non commerciale - Non opere derivate 3.0 Italia (CC BY-NC-ND 3.0 IT)

Ermanno La Marca

AZIONI(STI) CON VOTO MAGGIORATO: PRIMI SPUNTI

SOMMARIO. - 1. Cenni sulla fattispecie. - 2. I presupposti applicativi. - 3. Le modalità del riconoscimento del diritto al voto maggiorato. - 4. Il voto maggiorato ed il calcolo dei quorum assembleari. - 5. Maggiorazione del voto e disciplina dell'OPA. - 6. Maggiorazione del voto e assetti proprietari

1. Il novello art. 127-quinquies, comma 1, TUF, introdotto dal “decreto competitività” (D.L. 24 giugno 2014, n. 91, convertito con modificazioni dalla l. 11 agosto 2014, n. 116) consente agli statuti delle società quotate di riconoscere una maggiorazione del diritto di voto all'azionista quale premio per la sua *fedeltà* (c.d. *loyalty shares*¹), intendendosi fedele l'azionista che non cede le azioni. Il voto maggiorato fino ad un massimo di due voti può essere attribuito per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi.

¹ In argomento, v. 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, Roma 2014; R. GUGLIELMETTI, *Il voto maggiorato alla luce delle ultime novità del Decreto Competitività*, 2014, reperibile su www.dirittobancario.it; A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si “pesano”*: superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, *Società* 2014, 1048; CONSOB, *Documento di consultazione. Proposta di modifica al Regolamento emittenti in materia di voto plurimo*, 5 novembre 2014, 3, reperibile sul sito dell'Autorità. V., anche, l'Audizione del Presidente della Consob presso le Commissioni Riunite 10^a e 13^a del Senato del 2 luglio 2014, reperibile sempre sul sito dell'Autorità.

Come già la lettera del comma 1 consente di intuire e, in ogni caso, espressamente, dispone l'art. 127-quinquies, comma 5, TUF, l'attribuzione della maggiorazione non dà luogo ad una speciale categoria di azioni. La maggiorazione non determina quindi disuguaglianze (almeno formali) fra i soci, tutti potendo ambire a tale maggior peso in assemblea.

Questo non significa che una maggiorazione del voto non possa essere dallo statuto attribuita anche (o solo) ad azioni di categoria². Lo conferma indirettamente l'art. 127-sexies che, al comma 2, stabilisce, per le sole società che anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato abbiano emesso azioni a voto plurimo, il divieto di prevedere nello statuto ulteriori maggiorazioni del diritto di voto «a favore di *singole categorie di azioni* né ai sensi dell'articolo 127-quinquies».

Per il fatto di essere un diritto che spetta al socio l'istituto non mancherà di sollevare problemi di carattere sistematico, potendo essere interpretato quale conferma della persistente rilevanza della persona del socio persino nella società quotata³.

Si è molto discusso se l'introduzione del voto maggiorato produca una rottura della correlazione fra rischio e potere, che comunemente si ritiene alla base del principio "un'azione, un voto", o comunque una violazione della parità tra gli azionisti⁴. Per vero, almeno nel contesto di una società quotata, la maggiorazione del voto ben può essere giustificata proprio dalla necessità di correlazione fra rischio e potere, essendo indubbio che chi investe in un pacchetto azionario per mantenerne stabilmente la proprietà accetta, in astratto, di farsi carico di un rischio maggiore (tale essendo il rischio connesso ad un investimento di più lungo periodo⁵) di chi invece effettua quello stesso investimento secondo una logica di "mordi e fuggi"⁶.

² In questo senso, sembrerebbe, P. MARCHETTI, *Il voto maggiorato nelle società quotate*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, relazione al convegno tenutosi a Milano, 6 novembre 2014.

³ E v., infatti, gli spunti di C. ANGELICI, *Relazione generale. Vale ancora il principio di correlazione tra potere e rischio?*, in *Governo societario*, cit., secondo il quale il voto maggiorato si caratterizza in ogni caso in termini di oggettività, sia pure di oggettività di comportamenti sul mercato. Per i riferimenti al dibattito sul tema della rilevanza della persona del socio nella società per azioni, sia permesso di rinviare a E. LA MARCA, *Il danno alla partecipazione azionaria*, Giuffrè, Milano 2012, 150 ss.

⁴ Per rimanere al dibattito sui quotidiani, v. A. PLATEROTTI, *Una cura che aiuta le Ipo*, ne *Il Sole 24 ore*, 1 agosto 2014; L. ZINGALES, *Quel voto plurimo così opaco*, *ibidem*; M. MUCHETTI, *Perché va difeso il voto plurimo*, ne *Il Sole 24 ore*, 3 agosto 2014; L. ZINGALES, *Il voto plurimo favorisce «le piramidi»*, ne *Il Sole 24 ore*, 5 agosto 2014; B. BERTOLDI, *Forse opaco, ma certo utile al nostro tessuto industriale*, *ibidem*; A. DE NICOLA, *Il diritto societario più pazzo del mondo*, ne *l'Espresso*, 8 agosto 2014; F. TAMBURINI, *Stato & Mercato. Riforma (a sorpresa) per le privatizzazioni*, in *Corriere Economia*, 15 settembre 2014, 2. Una sintesi dell'aspra discussione generata dalla novità legislativa si legge in *La partita del voto multiplo*, intervista a F. Marchetti, L. Enriques, A. Zoppini, reperibile su <http://massimomuchetti.it>.

⁵ Secondo la tesi di P. BOLTON-F. SAMANA, *L-Shares: Rewarding Long-term Investors*, 2012, reperibile su <http://ssrn.com>, l'utilità delle loyalty-shares sarebbe quella di consentire agli amministratori una prospettiva gestionale di lungo periodo, incentivando l'adesione a tale prospettiva anche degli azionisti. Sotto questo profilo, però, in un mercato azionario strutturato in termini di capitalismo familiare, le loyalty shares nulla aggiungono (in questo senso, M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in VVVIII Convegno di studio su *Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati*, Courmayeur, 19-20 settembre 2014, reperibile su <https://www.giuffre.it/>, 5s., secondo il quale «la storia dimostra comunque che di fatto l'introduzione o la diffusione delle azioni a voto plurimo prese occasione da intendimenti protezionistici del controllo nazionale delle imprese industriali e finanziarie. Tutte le altre spiegazioni, che pure oggi non mancano, sono mascheramenti di questo intendimento di fondo»). Né si deve dimenticare, come di

Lo statuto può prevedere la maggiorazione «fino ad un massimo di due voti» per ciascuna azione. Il dato letterale consente di ritenere che lo statuto possa anche prevedere una maggiorazione variabile sino al massimo del moltiplicatore due⁷. Lo statuto dovrà in questo caso indicare i criteri per l'attribuzione della maggiorazione scaglionata, ed è agevole considerare quello temporale come l'unico criterio coerente con la struttura dell'istituto. Ad esempio, potrà prevedersi una maggiorazione di 1,5 per ogni azione appartenuta al medesimo soggetto per almeno 24 mesi dalla iscrizione nell'elenco; ed una maggiorazione di 2 per ogni azione appartenuta al medesimo soggetto per almeno 36 mesi dalla iscrizione nell'elenco.

2. Come detto, ai fini del riconoscimento della maggiorazione del voto è necessaria una apposita previsione dello statuto (art. 127-quinquies, comma 2, TUF)⁸. Molto ha fatto discutere la norma (l'art. 20, comma 1-bis, D.L. 24-6-2014, n. 91, introdotto in sede di conversione) per la quale le deliberazioni di modifica dello statuto per l'introduzione del voto maggiorato adottate entro il 31 gennaio 2015 sono validamente assunte, anche in prima convocazione, anche solo con il voto favorevole della maggioranza del capitale rappresentato in assemblea. Al di là del teorico vulnus all'autonomia privata – che però si produce immancabilmente ogni qual volta si interviene sul diritto societario, e che nelle società quotate trova il suo contrappasso nel deprezzamento delle azioni del socio di maggioranza che intendesse profittare del *varco legislativo*, senza anche adottare accorgimenti ed opzioni gradite al mercato (sui quali si farà cenno in appresso) – la norma costituisce un compromesso rispetto a scelte adottate in altri ordinamenti (quello francese innanzitutto), ove la maggiorazione si applica senza che occorra una apposita previsione statutaria.

Pare ad ogni modo ragionevole ritenere che la norma facilitatrice non superi eventuali diverse previsioni statutarie di quorum rafforzati (arg. a contrario ex art. 223-bis, comma 1, disp. att.).

recente ricordato da C. ANGELICI, *Relazione generale*, cit., che la funzione della società per azioni è proprio quella di poter raccogliere investimenti qualsiasi sia la loro motivazione.

⁶ E questo prima ancora ed a prescindere dalla riflessione, pure nient'affatto scontata, circa l'effettiva efficacia del principio “un'azione, un voto” a garantire l'adozione di scelte necessariamente più responsabili (e v., infatti, le notazioni critiche al riguardo di M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, cit., 4; l'A. constata tuttavia anche che «specie in contesti sociali in cui i comportamenti opportunistici sono eseguiti in pubblico quanto praticati in privato (come talvolta avviene purtroppo anche nel nostro Stato), il socio più fedele di tutti è normalmente quello che può estrarre dalla società valori “privati”, non necessariamente monetari» (18). Nell'avviso di M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, in *Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati*, cit., 1 ss., l'attribuzione della maggiorazione del voto può costituire uno strumento di tutela delle minoranze, se adeguatamente accompagnato da regole organizzative e di condotta degli investitori istituzionali, e in generale un incentivo al perseguimento da parte delle imprese di orizzonti di lungo periodo (v., spec., il § 20 del dattiloscritto). Nella prospettiva di S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCiano, *La deviazione dal principio*, cit., 59, le azioni a voto maggiorato incentivano la presenza di investitori stabili, favorendo così «un più efficiente processo di formazione dei prezzi».

⁷ In questo senso, P. MARCHETTI, *Il voto maggiorato*, cit.

⁸ Per i riferimenti alla legislazione francese, ove non occorre una previsione statutaria e la maggiorazione è riservata a chi sia cittadino di Stati membri dell'Unione Europea, v. M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, cit., 16.

La deliberazione di modifica dello statuto con cui si introduce la maggiorazione del voto non fa scattare il diritto di recesso dei soci assenti e dissenzienti (art. 127-quinquies, comma 6).

Secondo quanto previsto al comma 2 dell'art. 127-quinquies, la Consob stabilisce con proprio regolamento le disposizioni di attuazione al fine di assicurare la trasparenza degli assetti proprietari e l'osservanza delle disposizioni del titolo II, capo II, sezione II (il riferimento è alla disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie). Considerate le finalità dell'intervento Consob, non pare necessaria l'attesa del regolamento al fine di procedere alla introduzione per statuto della maggiorazione del voto⁹. L'Autorità di Vigilanza sta comunque per procedere alla emanazione del regolamento, avendo il 5 novembre 2014 reso pubblico al riguardo apposito documento di consultazione. Le osservazioni al documento di consultazione dovranno pervenire all'Autorità di Vigilanza entro il 26 novembre 2014.

3. Gli statuti stabiliscono le modalità per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti, prevedendo «in ogni caso» un apposito elenco (art. 127-quinquies, comma 2, TUF). Il periodo continuativo che può consentire l'attribuzione del diritto di voto maggiorato decorre dalla data di iscrizione in tale elenco (art. 127-quinquies, comma 1, TUF), salvo il caso di società non quotata che si accinga alla quotazione. Si dispone infatti al comma 7 che, qualora la deliberazione di modifica dello statuto sia adottata nel corso del procedimento di quotazione in un mercato regolamentato delle azioni di una società non risultante da una fusione che coinvolga una società con azioni quotate, la relativa clausola può prevedere che ai fini del possesso continuativo previsto dal comma 1 sia computato anche il possesso anteriore alla data di iscrizione nell'elenco (comma 7). La norma non lo specifica, tuttavia la decorrenza del periodo di maggiorazione non dovrebbe poter essere addirittura anteriore alla data di modificazione dello statuto.

Le modalità per il riconoscimento della maggiorazione devono essere tali da mettere in condizione la società di avere evidenza della permanenza delle azioni nella proprietà di un determinato socio. L'elenco, per l'incidenza sugli assetti di poteri in assemblea e per la sua ribadita espressa necessità («in ogni caso»), costituisce una sorta di appendice del libro dei soci (di cui quindi condivide la natura di libro sociale¹⁰); si tratta perciò di scrittura accessibile a tutti i soci¹¹.

⁹ *Contra*, A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si "pesano": superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, *Società* 2014, 1057.

¹⁰ In senso contrario, CONSOB, *Documento di consultazione*, cit., 3.

¹¹ In questo senso anche CONSOB, *Documento di consultazione*, cit., 4, la quale, ai fini di trasparenza degli assetti proprietari, si propone di prevedere un obbligo da parte dell'emittente di rendere noti i soggetti iscritti nell'elenco, sia pur limitatamente ai casi nei quali gli stessi siano già titolari di partecipazioni in misura rilevante (v., in questo senso, il comma 2 della proposta di nuovo art. 143-ter del Regolamento Emittenti; l'obbligo sarebbe però da estendere a tutti coloro che siano titolari di partecipazione che, moltiplicata per la maggiorazione del voto conseguibile per statuto, miri a raggiungere l'ordinaria soglia di rilevanza).

L'iscrizione nell'elenco non è automatica, ma va richiesta dal socio che sia interessato ad ottenere (non prima di due anni successivi all'iscrizione) la maggiorazione del voto. Essendo rimessa all'iniziativa ed all'interesse di ciascun socio, l'iscrizione non pare dover necessariamente riguardare la sua intera partecipazione, ben potendo il socio richiedere l'iscrizione nell'elenco di una sua più limitata percentuale di partecipazione.

L'iscrizione determina una necessità di perfetta conoscenza da parte della società delle cessioni che abbiano eventualmente interessato il pacchetto di azioni iscritte nell'elenco¹². Nulla dovrebbe peraltro impedire al socio di richiedere l'iscrizione nell'elenco delle proprie residue azioni o di azioni di cui sia nel tempo divenuto titolare (su tali aspetti, ad ogni modo, è opportuno che lo statuto si esprima a definitivo chiarimento¹³). La previsione di cui all'art. 127-*quinquies*, comma 1, ultima parte, per cui gli statuti possono altresì prevedere che colui al quale spetta il diritto di voto possa «irrevocabilmente» rinunciare anche solo «in parte» al voto maggiorato, conferma le conclusioni sin qui raggiunte, poiché consente di ritenere ammissibile che il socio scelga di mantenere il voto maggiorato solo per una certa frazione della sua partecipazione. A questo proposito sarebbe tuttavia singolare obbligare gli statuti ad una previsione necessariamente estrema, per la quale la rinuncia al diritto di voto maggiorato già conseguito, anziché essere limitata ad una data assemblea, determina in ogni caso un definitivo venir meno del voto maggiorato. Se infatti lo statuto nulla prevede al riguardo, il socio è già in grado di modulare come meglio ritenuto il proprio peso in una data assemblea (attraverso una limitazione della propria effettiva presenza ad una certa frazione di partecipazione). Dovrebbero essere consentite perciò anche più sagge vie di mezzo. In ogni caso, non dovrebbe ritenersi precluso al socio, che pur abbia «irrevocabilmente» rinunciato al diritto, di rinnovare una richiesta di iscrizione nell'elenco, per far decorrere un nuovo periodo continuativo, all'esito del quale riacquisire il diritto al voto maggiorato. Si tratta di dinamica che appartiene al modo d'essere del diritto azionario: non si potrebbe impedire al socio che abbia irrevocabilmente rinunciato di vendere la propria partecipazione e poi tornare ad essere socio in seguito a riacquisto, richiedendo una nuova iscrizione nell'elenco degli azionisti con voto maggiorato (la rinuncia, per quanto irrevocabile, vale al più per il periodo in cui si è soci). Se così è, però, considerata la tecnica azionaria di esercizio dei diritti sociali, anche le nuove azioni acquistate dal medesimo socio non potrebbero ritenersi coperte dalla rinuncia *irrevocabile* intervenuta anteriormente. Sicché, parrebbe solo frutto di formalismo costringere il socio a vendere con la mano sinistra azioni e comprarne altrettante con la mano destra, per ottenere l'iscrizione di queste nell'elenco. Siamo in buona sostanza in presenza di una rinuncia irrevocabile che ha ad oggetto il voto

¹² Cfr., la proposta CONSOB di introduzione dell'art. 143-quater del Regolamento Emittenti, al comma 1, lett. b), ai sensi del quale «ai fini dell'esercizio del voto maggiorato l'azionista esibisce all'emittente apposita certificazione, attestante altresì la durata della detenzione *delle azioni per le quali il diritto di voto è oggetto della maggioranza*». L'enfasi è aggiunta per segnalare una possibile interpretazione anche da parte dell'Autorità di Vigilanza nel senso della ammissibilità di una iscrizione parziaria nell'elenco dei soci con aspirazione al voto maggiorato.

¹³ CONSOB, *Documento di consultazione*, cit., 4, suggerisce che lo statuto indichi, fra l'altro, la periodicità con la quale i soci possono chiedere l'iscrizione nell'elenco.

maggiorato già acquisito e non di una rinuncia ad acquisire, nel futuro, un voto nuovamente maggiorato: si perde il privilegio che si è acquisito, non la possibilità di riacquisirlo. Questo non significa che il socio, per sua libera scelta, non possa anche rinunciare, in tutto o in parte, alla maggiorazione ancora da acquisire.

Pur trattandosi di maggiorazione del voto che compete al *socio*, dovrebbe considerarsi parimenti conforme alla tecnica *azionaria* di esercizio dei diritti sociali che la misura del diritto sia proporzionata alla misura della fedeltà, ossia alle azioni rimaste di sua proprietà per il periodo rilevante. In coerenza con tali tipici meccanismi della società per azioni, pare appunto stabilito che la maggiorazione si computa «per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data di iscrizione nell'elenco» (art. 127-quinquies, comma 1)¹⁴. La cessione di una azione non dovrebbe allora determinare il venir meno del diritto al voto maggiorato da esercitarsi in ragione delle azioni di cui il socio sia rimasto titolare. Il comma 3 dell'art. 127-quinquies usa una formula in astratto neutra, stabilendo che la «cessione dell'azione, a titolo oneroso o gratuito, ... comporta la perdita della maggiorazione del voto» (e viene anzi da pensare che, se il legislatore avesse effettivamente voluto disporre la decadenza dal diritto anche in caso di vendita di una sola azione, ben avrebbe appunto potuto così formulare il precetto: «la cessione anche solo di un'azione ... comporta la perdita della maggiorazione ...»). Tuttavia, leggendo la norma per intero, e quindi anche nella parte (sin qui omessa) in cui il legislatore si propone di evitare l'aggiramento della regola (o meglio, il *tradimento*) che potrebbe darsi attraverso la cessione delle azioni di controllo della società che sia titolare a sua volta del diritto al voto maggiorato, le conclusioni potrebbero essere diverse. Il comma 3 così testualmente recita: «La cessione dell'azione, a titolo oneroso o gratuito, ovvero la cessione diretta o indiretta di partecipazioni di controllo in società o enti che detengono azioni a voto maggiorato in misura superiore alla soglia prevista dall'art. 120, comma 2, comporta la perdita della maggiorazione del voto». Nell'inciso inizialmente omesso, dunque, si stabilisce che anche «la cessione diretta o indiretta di partecipazioni di controllo in società o enti che detengono azioni a voto maggiorato in misura superiore alla soglia prevista dall'articolo 120, comma 2» comporta la perdita della maggiorazione del voto. Sicché, viene posta con un unico predicato una sanzione apparentemente identica (la perdita della maggiorazione del voto) per fattispecie in ipotesi completamente differenti (cessione dell'azione e cessione del pacchetto di controllo di società a sua volta titolare di azioni con voto maggiorato rappresentanti più del 2% del capitale sociale di una quotata); e posto che, nel caso di cessione del pacchetto di controllo della società che a sua volta dispone del diritto al voto maggiorato, la sanzione non può che essere la perdita per intero del voto maggiorato (non essendovi altro su cui parametrare la perdita della maggiorazione), ne discende che tale potrebbe essere la

¹⁴ E v., anche, l'art. 127-quinquies, comma 5, ai sensi del quale «Le azioni cui si applica il beneficio previsto dal comma 1 non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile».

sanzione disposta per il pur distinto caso di cessione anche di una sola azione da parte del socio direttamente titolare del diritto al voto maggiorato.

Acquista allora particolare importanza la possibilità che il socio (meglio se in presenza di una norma statutaria esplicitamente chiarificatrice) scelga sin dall'inizio di limitare l'iscrizione nell'elenco ad una limitata percentuale di partecipazione, come già sopra riferito (oppure faccia precedere la vendita di una frazione della sua partecipazione da una dichiarazione di parziale rinuncia irrevocabile). Sul punto sarebbe auspicabile un esplicito intervento della Consob, poiché ne va dell'efficienza della norma: non v'è dubbio che il nuovo istituto si presenta di immediata utilità per il caso di sottocapitalizzazione dell'impresa, poiché consente al socio di maggioranza di smobilizzare, senza perdere il controllo della società, per poi reinvestire nella stessa società gli introiti derivanti dalla parziale dismissione. Una siffatta operazione sarebbe però impedita qualora l'iscrizione nell'elenco debba necessariamente riguardare l'intera partecipazione del socio richiedente.

Sussistono ad ogni modo ulteriori argomenti a conferma della ammissibilità di una iscrizione parziaria nell'elenco. Nulla impedisce al socio iscritto per l'intera sua partecipazione nell'elenco di acquistare ulteriori azioni, tenendole fuori dall'elenco, ovvero inserendole, ma facendo decorrere per queste un ben distinto periodo continuativo di titolarità; sarà perciò impossibile evitare posizioni di voto diversificate in capo al medesimo azionista.

Se così è, la motivazione della norma, che sembra far dipendere dalla cessione anche di una sola azione la perdita – per intero – del diritto al voto maggiorato, lungi dal voler impedire un peso diversificato del voto per ciascuna azione facente capo al medesimo socio¹⁵, dovrebbe al più rispondere ad esigenze di natura operativa, atte a rendere stabile la titolarità del pacchetto di azioni iscritte nell'elenco¹⁶, e conseguentemente più agevole l'applicazione della complessa correlata disciplina di

¹⁵ Situazione che del resto può verificarsi anche in caso di fusione o scissione o di aumento del capitale sociale a pagamento; dispone infatti il comma 4 che il «progetto di fusione o di scissione di una società il cui statuto prevede la maggiorazione del voto può prevedere che il diritto di voto maggiorato spetti anche alle azioni spettanti in cambio di quelle a cui è attribuito voto maggiorato. Lo statuto può prevedere che la maggiorazione del voto si estenda proporzionalmente alle azioni emesse in esecuzione di un aumento di capitale mediante nuovi conferimenti». Se lo statuto *può*, ma non *deve*, prevedere, vuol dire che un socio ben potrà essere al contempo titolare di azioni che pesano, nel voto, più di altre, tutte appartenenti alla medesima categoria. Il comma 3 prevede addirittura che lo statuto possa escludere che il diritto al voto maggiorato si estenda alle azioni eventualmente emesse in caso di aumento del capitale mediante imputazione di riserve.

¹⁶ Le modalità di certificazione del possesso dei requisiti di legge e statuari già di per sé non si presentano in effetti semplici. Sul punto la Consob si propone di intervenire, con l'introduzione nel Regolamento Emittenti di un nuovo art. 143-quater (Iscrizione e cancellazione dall'elenco). A mente del comma 1 di tale progettata nuova disposizione «Ove lo statuto non disponga diversamente, nelle società che consentono la maggiorazione del diritto di voto: a) l'azionista che intende iscriversi nell'elenco previsto dall'articolo 127-quinquies esibisce all'emittente la certificazione prevista dall'articolo 83-quinquies, comma 3, del Testo unico; b) ai fini dell'esercizio del voto maggiorato l'azionista esibisce all'emittente apposita certificazione, attestante altresì la durata della detenzione delle azioni per le quali il diritto di voto è oggetto della maggiorazione; c) l'intermediario segnala all'emittente le operazioni di cessione delle azioni con diritto di voto maggiorato, secondo quanto previsto dall'articolo 127-quinquies, comma 3, del Testo».

verifica del mantenimento dei requisiti e di computo dei voti. Se questa fosse la ratio, dovrebbe trattarsi di norma derogabile dallo statuto.

Non possono invece esservi dubbi sul fatto che l'azione con voto maggiorato, anche quando ceduta a altro azionista *fedele*, non conserva il beneficio¹⁷.

Se lo statuto non dispone diversamente, il diritto di voto maggiorato è invece conservato in caso di successione per causa di morte nonché in caso di fusione e scissione del titolare delle azioni. Si noti che la norma, per il caso di scissione, non richiede – ai fini del mantenimento del voto maggiorato – che le azioni debbano essere assegnate interamente alla scissa o alla beneficiaria. Sempre con facoltà dello statuto di disporre diversamente, il diritto di voto maggiorato si estende alle azioni di nuova emissione in caso di aumento gratuito del capitale (art. 127-quinquies, comma 3, TUF).

4. Il comma 8 della norma in commento prevede che, se lo statuto non dispone diversamente, la maggiorazione del diritto di voto si computa anche per la «determinazione» dei quorum costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale. La maggiorazione, precisa la norma, non ha invece effetto sui diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale.

La norma non è di immediata comprensione, specie in ragione dell'uso del termine «determinazione». I quorum costitutivi e deliberativi sono infatti determinati dalla legge o dallo statuto. In altre simili occasioni, nelle quali il peso del voto o del non voto di certe azioni va variamente ponderato rispetto al *raggiungimento* dei quorum, il legislatore si esprime diversamente. Si pensi alla formulazione adottata all'art. 2357-ter, comma 2, c.c. per il computo delle azioni proprie ai fini del *calcolo* dei quorum, ed a quella di cui all'art. 2368, ultimo comma, c.c., per le azioni in dichiarato conflitto di interessi per le quali il diritto di voto non sia stato esercitato, da computare anch'esse ai fini del *calcolo* della quota di capitale richiesta per l'approvazione della deliberazione.

Non si tratta, però, di una scelta terminologica casuale. Siamo infatti in presenza di una norma che va ad integrare le regole stesse della determinazione delle soglie e non solo ad imporre un certo computo ai fini della verifica del raggiungimento delle soglie medesime. Sicché, la maggiorazione del diritto di voto andrà *computata* sia nel calcolo dei presenti (quorum costitutivo) sia nel calcolo dei voti favorevoli (quorum deliberativo), ma la soglia da raggiungere andrà *determinata* integrando il denominatore (il capitale sociale) in ragione dei diritti di voto maggiorato.

Una conferma della correttezza di tale soluzione proviene dalla previsione contenuta nel novellato art. 120, comma 1, TUF, ai sensi del quale « Ai fini della presente sezione, per capitale di società per azioni si intende quello rappresentato da

¹⁷ Sicché, come correttamente nota M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, cit., 16, dal punto di vista economico «il valore di scambio delle azioni di fedeltà a voto doppio o plurimo dovrebbe essere esattamente uguale a quello delle azioni della loro stessa categoria». È possibile, invece, teorizzare una perdita di valore delle azioni prive della maggiorazione, posto che quelle del nucleo degli azionisti stabili acquisiscono maggiore valore contrattuale (inteso in termini di correlazione tra valore patrimoniale della società e investimento del socio, sulla cui relativa nozione rinvio a E. LA MARCA, *Il danno alla partecipazione azionaria*, cit., 212-228), spalmando così uno sconto di minoranza sugli azionisti *infedeli*.

azioni con diritto di voto. Nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o abbiano previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, per capitale si intende il numero complessivo dei diritti di voto»; è pur vero che l'incipit della norma appena citata («Ai fini della presente sezione») dovrebbe portare ad escludere una sua applicazione ai fini dell'art. 127-quinquies, che appartiene alla seconda sezione. L'art. 120 TUF detta però la disciplina in materia di partecipazioni rilevanti e la I sezione, cui la norma appartiene, contiene la disciplina degli assetti proprietari, disciplina che non può non trovare coerenti corrispondenze negli assetti di potere assembleare determinati dai quorum. La determinazione dei quorum attraverso l'integrazione della base di computo (il capitale sociale) con i diritti di voto maggiorato appare dunque conseguenza obbligata.

Il fatto che la maggiorazione del voto vada ad aumentare il denominatore determina una attenuazione, ma non una sterilizzazione dell'incremento del peso del voto determinato dalla maggiorazione. La soglia da raggiungere sarà necessariamente più alta (il quinto del capitale sociale è, ovviamente, inferiore al quinto del capitale sociale aumentato dei diritti di voto maggiorato), ma l'innalzamento della soglia pesa sempre in ragione di una data frazione (un quinto, un terzo, ecc.). Quando invece, ai fini della verifica del raggiungimento della soglia, il voto maggiorato viene computato fra i (o sommato ai) presenti (ai fini del quorum costitutivo) ovvero computato fra i voti favorevoli (ai fini del quorum deliberativo), esso pesa per intero.

Nonostante l'assenza di una previsione al riguardo, la maggiorazione del voto è destinata a subire lo stesso genere di attenuazione anche quando il quorum deliberativo non sia da calcolare in relazione a quote del capitale sociale (quorum cui, nel linguaggio degli attuali artt. 2357-ter, comma 2, e 2368 c.c., si allude oggi con il termine "maggioranza", che invero è concetto diverso, costituendo piuttosto il risultato del raggiungimento di un dato quorum). Ponendo mente al quorum deliberativo dell'assemblea straordinaria, costituito dal voto favorevole almeno pari a due terzi del *capitale presente* in assemblea, non avrebbe senso alcuno computare il voto maggiorato fra i voti favorevoli (o contrari), e invece considerarli assenti ai fini della determinazione del denominatore: in generale, i voti favorevoli devono misurarsi rispetto a tutti i voti esercitabili in assemblea, appartenendo questo al concetto stesso di maggioranza. Sicché, data per esempio la presenza in assemblea di voti esercitabili pari a 150 (di cui 30 per effetto di una maggiorazione del doppio), il quorum deliberativo sarà pari a 100 (anziché ad 80). E così, si immagini che in una società con capitale pari a 100, diviso in numero 100 azioni, il socio di maggioranza con partecipazione iniziale pari al 51%, a seguito del conseguimento della massima maggiorazione del voto sul pacchetto inizialmente iscritto (pari al 30%), abbia ridotto la propria partecipazione appunto al solo pacchetto di azioni con voto maggiorato; nell'assemblea straordinaria nella quale siano presenti tutti gli azionisti (e quindi 130 voti) saranno necessari almeno 86,6 voti favorevoli (anziché 75), ma mentre quel socio di maggioranza nella iniziale situazione avrebbe espresso 51 voti favorevoli sui 75 necessari (quindi il 68% dei voti necessari), nella nuova situazione esprimerà 60 voti favorevoli su 86,6 necessari (quindi il 69,23%

dei voti necessari); con la differenza – non secondaria – che il suo investimento di rischio è sceso dal 51% al 30% del totale.

5. L'introduzione della maggiorazione del voto non ha modificato il regime volontario¹⁸ della break-through rule attualmente vigente nel nostro ordinamento: è lo statuto della società target a decidere se consentire l'applicazione delle regole di sterilizzazione delle limitazioni del voto derivanti da statuto o da patto parasociale, dei diritti di voto plurimo preesistenti alla quotazione e dei diritti alla maggiorazione del voto (art. 104-bis, comma 1, TUF). In difetto di specifica previsione, tuttavia, deve escludersi che la norma che facilita l'assunzione della deliberazione assembleare per l'introduzione del voto maggiorato possa essere utilizzata come cavallo di troia per modificare, a maggioranza semplice, l'eventuale regola statutaria che già consenta l'applicazione della break-through rule. Per converso, ove l'introduzione del voto maggiorato sia accompagnata dalla licenza statutaria, anche solo parziale¹⁹ (ossia limitata ai diritti di voto maggiorato), di applicazione della regola di neutralizzazione, il mercato non potrebbe leggere l'operazione come un arrocco del socio di maggioranza (il quale meglio potrebbe spiegare il senso della manovra in funzione di più meritevoli finalità, quali, ad esempio, la ricapitalizzazione della stessa società, e così difendere il valore del titolo).

Le regole *proposte* dal legislatore, ossia applicabili come detto se ed in quanto lo statuto lo consenta (opt-in), prevedono oggi non più soltanto che nel periodo di adesione all'offerta non hanno effetto nei confronti dell'offerente le limitazioni al trasferimento di titoli previste nello statuto e, nelle assemblee chiamate ad autorizzare gli atti e le operazioni suscettibili di contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali, ma anche che nelle medesime assemblee non si computano i diritti di voto maggiorato. Inoltre, ai sensi del comma 3 dell'art. 104-bis TUF, quando, a seguito di un'offerta, l'offerente venga a detenere almeno il settantacinque per cento del capitale con diritto di voto²⁰, nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, nella prima assemblea che segue la chiusura dell'offerta, convocata per modificare lo statuto o per revocare o nominare i componenti l'organo amministrativo, non hanno effetto, fra l'altro le maggiorazioni del voto spettanti ai sensi dell'articolo 127-quinquies.

Nella previsione di cui al successivo comma 5, qualora l'offerta abbia avuto esito positivo, l'offerente è tenuto a corrispondere un equo indennizzo per l'eventuale pregiudizio patrimoniale subito dai titolari dei diritti di voto maggiorato che,

¹⁸ V., per tutti, P. MONTALENTI, *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Giuffrè, Milano 2011, 84.

¹⁹ Per la cui ammissibilità, v. MORELLO A., *Scalate ostili e misure difensive: dalla direttiva Opa al decreto 146/09*, *Società* 2010, 158.

²⁰ Misura ai fini del cui raggiungimento non dovrebbero computarsi le maggiorazioni del voto, posto che, in questo caso, dovrebbe rilevare il rapporto rispetto all'investimento totale e non rispetto al totale dei voti esercitabili.

L'applicazione delle disposizioni di cui ai commi 2 e 3, sopra considerati, abbia reso non esercitabili, purché le disposizioni statutarie che costituiscono tali diritti fossero (come non può non essere, dato il periodo di minima persistente titolarità di 24 mesi dall'iscrizione nell'elenco) efficaci anteriormente alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1 (diretta alla Consob ed al mercato ed avente ad oggetto l'intenzione o l'insorgere dell'obbligo di promuovere una offerta pubblica di acquisto o scambio). La norma finisce in qualche maniera per costituire un'ombra nella disciplina posta a tutela della contendibilità del controllo, posto che non può che consentire una chance di parziale recupero di quel premio di maggioranza che la disciplina dell'OPA obbligatoria vorrebbe annullare²¹.

Cambia inoltre la nozione di partecipazione rilevante ai fini della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie. Ai sensi dell'art. 105, comma 3, TUF, infatti, la Consob determina con regolamento i criteri di calcolo della partecipazione nelle ipotesi in cui lo statuto preveda la maggiorazione del diritto di voto. Subiscono ovviamente importanti modifiche le regole per la determinazione dei casi nei quali scatta l'obbligo di offerta pubblica di acquisto.

Il superamento della soglia del 30% impone l'obbligo e laddove sia l'effetto di acquisti e laddove sia l'effetto di maggiorazione dei diritti di voto²². Occorre peraltro ricordare che, per effetto del nuovo comma 1-*bis* dell'art. 106 (introdotto dall'art. 20, comma 1, lett. e), D.L. 24 giugno 2014, n. 91), nelle società diverse dalle PMI l'offerta di cui al comma 1 è promossa anche da chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del venticinque per cento in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata²³. La norma non menziona il caso di superamento della soglia per effetto di maggiorazione del voto. Nell'avviso di Consob non si tratta di una lacuna da colmare in via analogica o attraverso intervento regolamentare²⁴.

²¹ Cfr., con riguardo alla norma ante novella (ma che già contemplava il diritto all'indennizzo), A. TUCCI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *L'ordinamento finanziario Italiano* a cura di F. Capriglione, II, Cedam, Padova 2010, 925, nt. 35; F.M. MUCCIARELLI, *L'attuazione della direttiva Opa nell'ordinamento italiano*, *Giur. comm.* 2008, I, 463.

²² Pare da condividere l'orientamento anticipato da CONSOB, *Documento di consultazione*, cit., 15s, per il quale non si è in presenza di una doppia soglia OPA alternativa; nelle società che hanno introdotto la maggiorazione del voto, l'obbligo di OPA viene in rilievo solo «al superamento delle soglie percentuali calcolate in relazione al numero complessivo dei diritti di voto». Per tale ragione, Consob progetta di inserire nel Reg. Emittenti il seguente nuovo art. 44-*bis*: «Nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, la partecipazione rilevante ai sensi dell'articolo 106, commi 1, 1-bis, 1-ter, e 3, lettera b), del Testo unico è calcolata in relazione al numero complessivo dei diritti di voto, comunicati dall'emittente ai sensi dell'articolo 85-bis, esercitabili nelle deliberazioni assembleari riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza».

²³ Il comma 1-ter prevede che gli statuti delle PMI possono prevedere una soglia diversa da quella indicata nel comma 1, comunque non inferiore al venticinque per cento né superiore al quaranta per cento; tuttavia, se la modifica dello statuto interviene dopo l'inizio delle negoziazioni dei titoli in un mercato regolamentato, i soci che non hanno concorso alla relativa deliberazione hanno diritto di recedere per tutti o parte dei loro titoli (si applicano, precisa la norma, gli articoli 2437-bis, 2437-ter e 2437-quater c.c.).

²⁴ CONSOB, *Documento di consultazione*, cit., 22.

Spetta inoltre alla Consob, dispone l'art. 106 al comma 3, disciplinare le ipotesi in cui:

- a) la partecipazione rilevante ai fini della obbligatoria promozione dell'offerta pubblica di acquisto è acquisita mediante la maggiorazione dei diritti di voto, in società il cui patrimonio è prevalentemente costituito da titoli emessi da altra società con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani;
- b) l'obbligo di offerta consegue ad acquisti superiori al cinque per cento o alla maggiorazione dei diritti di voto in misura superiore al cinque per cento dei medesimi, da parte di coloro che già detengono la partecipazione indicata nei commi 1 e 1-ter senza detenere la maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria²⁵.

Come noto, ai sensi dell'art. 106, comma 5, la Consob stabilisce con regolamento i casi in cui il superamento della partecipazione rilevante ai fini OPA non comporta l'obbligo di offerta ove sia determinato da cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente. In virtù di tale previsione, l'Autorità di Vigilanza si propone di esonerare dall'obbligo di OPA le ipotesi di superamento delle soglie previste dall'art. 106 ove siano unicamente determinate dalla riduzione del numero complessivo dei diritti di voto²⁶.

È stata adeguata anche la disciplina degli acquisti di concerto di una partecipazione rilevante, prevedendo che l'obbligo solidale di promozione di una offerta pubblica di acquisto si applichi anche in capo a coloro che agiscono di concerto, a seguito di maggiorazione, anche a favore di uno solo di essi, dei diritti di voto, qualora essi vengano a disporre di diritti di voto in misura superiore alle percentuali indicate nell'articolo 106.

6. A seguito della possibilità statutaria della maggiorazione del voto, ai fini della disciplina sulla trasparenza degli assetti proprietari, nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o avevano già consentito l'emissione di azioni a voto plurimo, per capitale si intende il numero complessivo dei diritti di voto (art. 120, comma 1, TUF). Ai fini del calcolo del raggiungimento delle soglie rilevanti per le comunicazioni contemplate all'art. 120 TUF, la Consob stabilisce i criteri per il calcolo delle partecipazioni, avendo riguardo anche alle ipotesi di maggiorazione dei diritti di voto.

In materia, l'Autorità si propone di intervenire per regolare due aspetti principali: «l'individuazione di un riferimento temporale per determinare il numero dei diritti di voto esistenti, sulla base del quale calcolare il denominatore delle partecipazioni rilevanti, e l'applicazione degli obblighi di comunicazione in presenza di oscillazioni di natura meramente passiva»²⁷. Viene così, quanto al primo aspetto, progettata

²⁵ Detto obbligo non si applica alle PMI, a condizione che ciò sia previsto dallo statuto, sino alla data dell'assemblea convocata per approvare il bilancio relativo al quinto esercizio successivo alla quotazione (comma 3-quater).

²⁶ CONSOB, *Documento di consultazione*, cit., 18s. e v. la progettata modifica del comma 1 dell'art. 49 Reg. Emittenti.

²⁷ CONSOB, *Documento di consultazione*, cit., 6.

l'introduzione all'art. 85-bis del Regolamento Emittenti di un nuovo comma 4-*bis*, ai sensi del quale «Nel caso in cui lo statuto preveda la maggiorazione del diritto di voto ai sensi dell'articolo 127-quinquies, ovvero l'emissione di azioni con diritto di voto plurimo ai sensi dell'articolo 127-sexies del Testo unico, fermo restando quanto previsto dai commi precedenti, l'emittente comunica al pubblico e alla Consob l'ammontare complessivo dei diritti di voto e delle azioni, con le modalità indicate al comma 1, entro cinque giorni dalla fine di ciascun mese di calendario durante il quale ha accertato un aumento o una diminuzione di tale ammontare, nonché entro il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea». Per quanto riguarda il secondo aspetto, la Consob progetta di esonerare gli operatori dall'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti nei casi di aumento o riduzione in misura maggiore o inferiore alla soglia del 2% (v., infatti, l'ipotesi di riformulazione dell'art. 117, comma 2, Reg. Emittenti).