

Quaderni giuridici

La deviazione dal principio
"un'azione – un voto"
e le azioni a voto multiplo

S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'Eramo, N. Linciano



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

5

gennaio 2014

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers** sono documenti di consultazione su ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza.

Comitato di Redazione

Giovanni Siciliano (coordinatore), Francesco Adria, Simone Alvaro, Valeria Caivano, Monica Gentile, Nadia Linciano, Valerio Novembre, Paola Possenti, Isadora Tarola

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Tiburtini s.r.l. (Roma)

www.tiburtini.it

Consob

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

t 06.8477.1

f 06.8477612

e studi_analisi@consob.it

ISSN 2281-5236 (online)

ISSN 2281-5228 (stampa)

Deviation from the "one share – one vote" principle and multiple-voting shares

S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'Eramo, N. Linciano^()*

Executive summary

This paper analyses the potential costs and benefits arising from the introduction of multiple-voting shares in Italy, after reviewing the economic literature on the proportionality principle and the relevant regulatory frameworks in Italy and in other European countries. The proportionality principle between cash-flow rights and voting rights is usually considered desirable, since it allows the alignment of economic interests with voting power and makes the controlling shareholders more prone to pursue value-maximising action. However, the proportionality principle is often violated in many jurisdictions through the use of different "control-enhancing mechanisms" such as dual-class shares and pyramidal structures, which allow shareholders to increase their control without holding a proportional equity stake.

The theoretical and empirical economic literature does not unambiguously clarify whether disproportional ownership creates or destroys value. However, it provides many important insights on the topic, showing the advantages and disadvantages of both alternatives. On the one hand, the one share – one vote principle should maximise the incentives of the majority shareholder to increase firm value by reducing the risk of rent extraction and expropriation of minority shareholders. Indeed, the holders of the rights to the residual profits and assets of the company are those best equipped to decide on its management, since they will bear the ultimate effects of their choices. Moreover, the proportionality principle should also favour control contestability, increasing efficiency *ex post* and *ex ante*. On the other hand, the one share – one vote principle may have some undesirable consequences. First of all, private firms could be more reluctant to go public, while listed firms could forgo valuable investment that would require equity recapitalisation. Secondly, making the principle mandatory could encourage the use of other control-enhancing mechanisms, which are possibly more opaque, such as pyramids. Moreover, the one share – one vote principle could deter the acquisition of a controlling position in a firm (reducing the intensity of monitoring of the management) and, under certain conditions, discourage efficient takeover.

^(*) Consob, Research Department. We thank Marco Bigelli, Giovanni Siciliano and Marco Ventrone for useful comments, though the responsibility for any mistakes and for the opinions expressed remains our own. The ideas and positions in the paper are personal views of the authors and cannot be attributable to Consob.

From the point of view of Italian law, the one share – one vote principle represents one of the possible methods of regulating the relationship among shareholders, as well as the relationship between shareholders and the company. As shown by historical records on Italian joint-stock companies, deviations from proportionality between the number of shares and number of votes held by the shareholders has never been in conflict with the general principles of Italian corporate law.

With the Italian corporate law reform of 2003 (Legislative Decree No 6 of 17 January 2003), the Italian Legislator, given the globalisation of the markets and the increasing competition among jurisdictions, granted more autonomy to companies in drawing up their articles of association, thereby eroding the proportionality principle significantly. With respect to the Italian Civil Code of 1942, the Reform Legislator granted complete freedom to introduce alternative rules concerning the assignment of voting rights and equity rights in the articles of association, as well as the freedom to issue particular categories of shares with different rights. The only confirmed prohibition, however, was that of issuing multiple-voting shares (Art. 2351(4) of the Italian Civil Code). Therefore, the use by Italian listed companies of categories of shares that deviate from the one share – one vote principle is not currently possible. From an international perspective, the one share – one vote principle is never strictly applied, at least this is the case in the EU countries and in other major extra-EU States (United States, Australia and Japan). Various countries (such as Denmark, France, the UK, Hungary, Holland, Finland, Sweden, the United States and Japan) allow companies to issue multiple-voting shares, although with some limitations concerning their issuance and exercising the pertaining voting rights (i.e. limits on the number of voting rights per share, like in France, where loyalty shares can grant the right to two votes per share), as well as concerning the weight of multiple-voting shares with regard to the share capital. Moreover, the exercise of multiple-voting shares can be limited where particular deliberations are adopted by general meeting, for which qualified majorities are required, and in case of takeover bids. In recent times, multiple-voting shares have been widely used by U.S. hi-tech companies (i.e. Google, Facebook, LinkedIn, Groupon, Zynga, etc.), allowing the promoter shareholders to keep the control, without holding the majority of the share capital.

The last section of this paper investigates the costs and benefits of removing the ban on multiple-voting shares for both private and listed companies. An initial public offering (IPO) by a company with a dual-class structure should not be seen as controversial; indeed, such a dual-class structure would be priced by the market and its costs would be internalised by the owners, at the time of the IPO, and not by the purchasers. Moreover, allowing disproportional shareholding could encourage the recourse to the capital markets, in particular by innovative firms where the founder usually has a strategic role and where the interference of other shareholders could undermine the success of the activity.

However, the introduction of multiple-voting shares in listed companies, both as loyalty shares and as special categories of shares, would raise some issues. Although such a provision does not seem to be in conflict with the principles of Italian corporate law (subject to the condition of respecting shareholders' equal treatment and right of withdrawal if they did not vote in favour of the amendment of the articles of association pertaining to voting rights – Art. 2437(1) of the Italian Civil Code – minorities' rights, etc.), recapitalisation through multiple-voting shares presents several critical issues.

First, in the scenario where all shareholders have approved recapitalisation, the relevant voting-right quotas would remain the same and, therefore, there would be no particular incentive to collect new resources using multiple-voting shares rather than ordinary shares. Second, there would be the complex problem of subscription rights' valorisation and the offer of non-subscribed rights for those shareholders who do not want to participate in the recapitalisation, because multiple-voting shares would not be listed yet and, therefore, would not have a market price. Third, minority stockholders could sell the subscription rights at a lower price than their theoretical value, and the controlling shareholder could collect them, strengthening its control through a "leverage control".

On the issue of control, the Directive on takeover bids (Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004) states that multiple-voting shares shall carry only one vote in case of a takeover bid; this represents a safeguard against the negative effects connected to multiple-voting stock issuance. However, in Italy, like in many other European countries, the application of such a provision occurs on the basis of the articles of association ("opt-in" regime). Therefore, control contestability remains a relevant topic. Moreover, in general, the use of multiple-voting shares, determining a gap between patrimonial rights and voting rights, might accentuate the controlling shareholder's conflict of interest, driving opportunistic behaviour. On the other hand, the fundamental advantage of multiple-voting shares is represented by the fact that they allow better diversification of portfolio assets and that, by broadening contractual freedom, they increase efficient recapitalisation in the interest of all shareholders (i.e. in a crisis situation).

Regarding loyalty shares, like the French "double-voting" shares, the possibility to introduce them in the articles of association would have different purposes with respect to multiple-voting shares as special category. While, in the latter case, the objective of an amendment to Italian legislation would be to widen the range of instruments able to collect new resources on the securities market, thereby stimulating investment and economic growth, loyalty shares would act as a long-term instrument to encourage investment and stable investors with a greater monitoring power and who are less short-term oriented. This would also reduce share volatility, encouraging a more efficient process for establishing market prices. However, their introduction should be evaluated carefully for a series of risks pertaining to takeover bid thresholds, transparency provisions, and the amendment of legislation regarding the assignment of new multiple-voting shares in case of capital increase, in order to avoid an excessive concentration of voting rights.

Multiple-voting shares, both as loyalty shares and as a special category of shares, can have advantages such as encouraging companies' listing, increasing potential efficient recapitalisation and stimulating a more active participation in company life. At the same time, they can imply risks of greater conflict of interest for the controlling shareholders, who could deprive minority shareholders of their rights by lessening the weight of common stocks. Regarding listed companies, the possibility of amending the articles of associations in order to introduce multiple-voting shares should be accompanied by legislative provisions, with an adequate set of measures in order to safeguard minority shareholders.

La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo

S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'Eramo, N. Linciano^(*)

Abstract

Il lavoro valuta i vantaggi e i costi che deriverebbero dall'introduzione nel nostro ordinamento delle azioni a voto plurimo alla luce delle indicazioni della letteratura economica e giuridica in materia di deviazioni dal principio di proporzionalità fra diritti di voto e patrimoniali per gli strumenti azionari e dell'analisi comparata degli ordinamenti dei principali paesi avanzati. In base alla rassegna svolta, consentire l'emissione di categorie speciali di azioni a voto multiplo può favorire la quotazione in borsa e operazioni di ricapitalizzazione efficienti; inoltre, la possibilità di accrescere il numero di voti in funzione del tempo di detenzione delle azioni ordinarie (cosiddette *loyalty shares*) può incentivare una più attiva partecipazione degli azionisti alla vita societaria. Tali, innovazioni, tuttavia, dovrebbero essere accompagnate dall'introduzione di alcuni vincoli e da maggiori presidi a tutela dei soci di minoranza.

JEL Classification: G30, G32, G34, G38.

Parole chiave: voto multiplo, *loyalty shares*.

(*) Consob, Divisione Studi. Le opinioni espresse nel presente Quaderno sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i contenuti del presente Quaderno, non è pertanto corretto attribuirli alla Consob o ai suoi Vertici. Si ringraziano per gli utili commenti Marco Bigelli, Giovanni Siciliano e Marco Ventoruzzo, che ha preso visione di una precedente versione del lavoro. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori.

Indice

1	Introduzione	9
2	Il principio “un’azione – un voto” nella letteratura economica	11
2.1	La letteratura teorica	12
2.2	La letteratura empirica	17
3	Il principio “un’azione – un voto” nel diritto commerciale	19
3.1	Il principio un’azione – un voto” in una prospettiva storica	19
4	Le deviazioni dal principio “un’azione – un voto” nell’attuale ordinamento italiano	27
5	Il principio “un’azione – un voto” in una prospettiva comparata	31
5.1	L’esperienza del “voto doppio” in Francia	33
5.2	Il caso tedesco	39
5.3	Il caso statunitense	41
6	Le deviazioni dal principio “un’azione – un voto” nelle società quotate italiane	47
7	Indicazioni di <i>policy</i>	52
7.1	L’introduzione delle azioni a voto multiplo da parte di società non quotate in fase di costituzione e nel corso della vita della società	53
7.2	La quotazione delle sole azioni ordinarie da parte di società “ <i>dual class</i> ”	55
7.3	Emissione di azioni speciali a voto multiplo da parte di imprese già quotate	57
7.4	Introduzione delle <i>loyalty shares</i>	59
7.5	La tutela delle minoranze	61
	Bibliografia	65

1 Introduzione

Tra i sistemi astrattamente concepibili di attribuzione del diritto di voto ai soci all'interno delle società per azioni, quello caratterizzato dal principio "un'azione - un voto" si è affermato in Europa e negli Stati Uniti, a partire dalla seconda metà del XIX secolo, come sistema "ottimale", in quanto in grado di conciliare interesse economico e potere di intervento nella vita societaria. La corrispondenza tra la forza di voto e il numero di azioni possedute, infatti, permette di attribuire un maggiore potere di orientare le scelte della società ai soci destinati a risentire maggiormente delle conseguenze delle decisioni assunte.

Negli ultimi anni il dibattito sui criteri di attribuzione dei diritti di voto agli azionisti è diventato sempre più intenso. In ambito europeo, a seguito della posizione espressa nel 2002 dall'*High Level Expert Group on Company Law*, secondo cui l'introduzione della regola "un'azione - un voto" doveva essere vista come uno degli obiettivi più rilevanti del processo di armonizzazione del diritto societario europeo¹, la Commissione Europea, nel suo *Action Plan* sul diritto societario e la *corporate governance* del maggio 2003, aveva deciso di realizzare uno studio sugli scostamenti rispetto al principio di proporzionalità tra capitale e controllo esistenti all'interno degli ordinamenti dei singoli Stati Membri. Lo studio, effettuato nel 2007, dopo un'ampia ricognizione dei meccanismi di rafforzamento del controllo (cosiddetti "*control enhancing mechanisms*", di seguito "CEMs") e delle deviazioni dal principio di proporzionalità del voto, non aveva evidenziato argomentazioni univoche a sostegno di tale principio². Più recentemente, il Piano d'Azione della Commissione Europea per la modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario del 2012 ha riproposto una riflessione sul tema con particolare riferimento al profilo dell'opportunità di incentivare gli azionisti a investimenti di lungo periodo, anche attraverso l'utilizzo di azioni a voto multiplo (e in particolare, delle *loyalty shares*³), sulla falsariga di quanto già previsto in alcuni ordinamenti come quello francese. Da ultimo, riflessioni sul ruolo essenziale del governo societario ai fini del finanziamento a lungo termine sono state espresse nel Libro Verde della Commissione Europea del 25 marzo 2013⁴, in cui si riporta che "[s]ono state ... avanzate idee volte ad incorag-

1 Posizione espressa dall'*High Level Group of Company Law Experts* sia nel *Report on Issues Related to Takeover Bids* del 10 gennaio 2002 sia nel *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* del 4 novembre 2002.

2 Cfr. *Report on the Proportionality Principle in the European Union* (2007) preparato dall'*Institutional Investor Services* (ISS), dallo *European Corporate Governance Institute* (ECGI) e dallo studio legale *Sherman & Sterling* (2007) avente ad oggetto il capitale e l'azionariato di 464 imprese in 16 Stati membri. Alle stesse conclusioni, peraltro, è giunto anche analogo studio avente ad oggetto oltre 4.000 società europee (Bennedsen e Nielsen, 2006). Nel 2007 la Commissione Europea ha pubblicato un *Impact Assessment* in cui sono stati presentati i pro e i contro in relazione alla possibilità di intraprendere iniziative di *policy* sul tema. Avendo quindi valutato tutte le argomentazioni utilizzate nell'*Impact Assessment*, il Commissario Mc Creevy evidenziò come non risultassero ragioni per giustificare un intervento comunitario in materia. La stessa *DG Internal Market and Services* decise di interrompere i lavori di approfondimento in questa materia nonostante, all'epoca, la maggioranza della dottrina ritenesse che l'adozione del principio "*one share - one vote*" apparisse la scelta "ottimale", al fine di promuovere la partecipazione dei soci alla vita societaria e all'organizzazione dell'impresa (sul punto, cfr. oltre il par. 2).

3 Si tratta di azioni che attribuiscono diritti di voto più che proporzionali a colui che le detiene per un certo periodo di tempo (cfr. oltre par. 5).

4 Commissione Europea, *Libro Verde - Il finanziamento a lungo termine dell'economia europea*, 25 marzo 2013.

giare una maggiore partecipazione a lungo termine degli azionisti, ... analizzando ad esempio l'eventualità di opzioni per la concessione di diritti di voto potenziati o di dividendi superiori agli azionisti di lungo termine"⁵.

Il citato studio del 2007, realizzato a valle dell'*Action Plan* sul diritto societario del 2003, aveva preso le mosse dalla constatazione di un semplice fatto: nella prassi l'allocazione dei diritti di voto non sempre rispecchia il principio di proporzionalità⁶.

In primo luogo, vi sono strumenti di rafforzamento del controllo (CEMs) che determinano un effetto leva dei diritti di voto (cosiddetto *disproportional ownership*), ovvero una situazione in cui un soggetto è titolare di diritti di voto (*voting rights*) superiori ai diritti ai flussi di cassa (*cash flow rights*).

Gli strumenti che consentono di realizzare questo risultato sono:

- a) le strutture di gruppo cosiddette piramidali e le partecipazioni incrociate che - come sarà meglio illustrato di seguito - consentono a un soggetto di controllare una quota di diritti di voto superiore a quella dei diritti patrimoniali;
- b) le azioni a voto plurimo e le azioni senza voto (privilegiate e non).

In secondo luogo, esistono i cosiddetti meccanismi di *lock-in*, ossia meccanismi volti a cristallizzare gli assetti di governo societario, impedendo che i diritti di voto si concentrino al di là di determinate soglie in capo a un unico soggetto. In questo caso, al contrario dei menzionati CEMs, il risultato è che un soggetto può essere titolare di diritti di voto inferiori rispetto ai diritti patrimoniali. Gli strumenti che realizzano questo risultato sono essenzialmente clausole di tipo statutario, quali i limiti ai diritti di voto (ai quali è riconducibile anche il cosiddetto voto scalare) e al "possesso azionario". Nel primo caso, il diritto di voto è fissato in una misura massima, indipendentemente dalla partecipazione posseduta (ovvero, nel caso del voto scalare, si prevede un incremento dei diritti di voto esercitabili meno che proporzionale rispetto alla partecipazione detenuta); con i tetti al possesso azionario si realizza sostanzialmente lo stesso risultato, poiché i voti delle azioni che eccedono la partecipazione detenibile sono normalmente sterilizzati.

Come verrà illustrato nel par. 5, fra i principali paesi avanzati sono largamente diffusi strumenti azionari che consentono significative deviazioni dal principio "un'azione-un voto". Ad esempio, 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. In Francia, invece, il voto plurimo viene realizzato tramite l'utilizzo delle cosiddette *loyalty shares*, ossia azioni che garantiscono un diritto di voto maggiorato (doppio) a coloro che posseggono le azioni per un determinato periodo di tempo.

5 *Ibid.*, p. 18.

6 ISS et al. (2007).

Anche nell'ordinamento italiano si contano vari esempi di deviazione dalla regola "un'azione – un voto", ma non sono tuttavia ammesse le azioni a voto plurimo. A seguito della riforma del diritto societario del 2003, l'autonomia statutaria, in forza dell'art. 2351, comma 2, c.c., può prevedere azioni senza diritto di voto, con voto limitato a particolari argomenti o con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni, non meramente potestative (vale a dire non dipendenti dalla mera volontà della società), al verificarsi delle quali le azioni acquistano il diritto di voto e si convertono automaticamente in azioni ordinarie. Il valore di tali azioni, ai sensi dello stesso art. 2351, comma 2, c.c., non può complessivamente superare la metà del capitale sociale.

L'obiettivo del presente lavoro è quello di presentare una rassegna ragionata della letteratura economica e giuridica in materia di deviazioni dal principio di proporzionalità fra diritti di voto e patrimoniali e di effettuare un'analisi comparata sul tema degli ordinamenti dei principali paesi economicamente avanzati, al fine di valutare i vantaggi (e i potenziali costi) che deriverebbero dall'eventuale introduzione nel nostro ordinamento (ad opera del Legislatore) delle azioni a voto plurimo o delle *loyalty shares*.

Il lavoro è organizzato come segue. Dopo aver passato in rassegna la letteratura economica sul principio di proporzionalità del voto (paragrafo 2), se ne ricostruisce l'affermazione nel diritto commerciale in una prospettiva storica (paragrafo 3). Segue, poi, l'analisi delle deviazioni dalla regola "un'azione – un voto" in ambito domestico (paragrafo 4) e in una prospettiva comparata (paragrafo 5). Il paragrafo 6 analizza la diffusione dei meccanismi di deviazione della regola "un'azione – un voto" nel contesto italiano, con particolare riguardo alle azioni di risparmio e ai gruppi piramidali. Il paragrafo 7 discute i vantaggi e gli svantaggi che potrebbero derivare dall'introduzione nel nostro ordinamento, ad opera del Legislatore italiano, le azioni a voto plurimo sia nella forma delle *loyalty shares* sia nella forma delle categorie speciali di azioni a voto multiplo.

2 Il principio “un’azione – un voto” nella letteratura economica

Un sistema di voto proporzionale implica che il controllo sia nelle mani di colui che possiede la partecipazione più elevata, e che pertanto ha maggiori incentivi ad agire nell'interesse collettivo. Infatti, chi più rischia, perché ha investito più risorse e ha un numero maggiore di azioni, ha anche un maggiore incentivo a massimizzare il valore della società. Inoltre, chi più rischia ha anche, in linea di principio, minori incentivi a esercitare il diritto di voto per perseguire interessi personali in conflitto con l'interesse sociale⁷.

In tale prospettiva, il principio di proporzionalità tra diritti di voto e diritti patrimoniali è uno strumento che può orientare il controllo alla massimizzazione del

7 Cfr. Jensen e Meckling (1976).

valore societario. Tuttavia, una forte concentrazione dei diritti di voto in capo a un solo soggetto può esasperare i cosiddetti problemi di agenzia fra azionista di maggioranza e di minoranza; l'azionista di controllo può avere infatti incentivi a estrarre benefici privati dall'impresa nella misura in cui il valore di tali benefici è superiore alla riduzione di valore che ciò causa alla propria partecipazione. Inoltre, la presenza di azionisti di controllo riduce il rischio di scalate e, per questa via, l'azione disciplinante del mercato.

La desiderabilità del principio "un'azione – un voto" rispetto a strutture di voto alternative non trova, quindi, un sostegno univoco nella letteratura economica, come si evince dalle argomentazioni di numerosi contributi, sia teorici sia empirici, che saranno di seguito illustrati.

In estrema sintesi, la letteratura conferma che la regola "un'azione – un voto" massimizza gli incentivi del principale azionista ad accrescere il valore dell'impresa e può aumentare la contendibilità del controllo. Tuttavia, la letteratura evidenzia anche come l'obbligatorietà della regola di proporzionalità possa: a) spingere le imprese a ricorrere ad altri strumenti di rafforzamento del controllo, tendenzialmente più opachi, quali i gruppi piramidali o le partecipazioni incrociate; b) scoraggiare la quotazione delle imprese; c) disincentivare l'acquisizione di una posizione di controllo nelle società (e quindi ridurre gli incentivi allo scrutinio dell'operato dei *managers*); d) in certe condizioni, scoraggiare scalate potenzialmente efficienti.

2.1 La letteratura teorica

Il dibattito relativo alla desiderabilità del principio "un'azione – un voto" è riconducibile, più in generale, al tema dell'allocazione dei diritti di controllo sull'attività d'impresa (o diritti proprietari), che trova i suoi riferimenti teorici più ampi nella teoria dell'agenzia e nella teoria dei contratti incompleti⁸.

8 L'incompletezza dei contratti deriva dall'impossibilità da parte dei contraenti di individuare e descrivere in modo esaustivo ogni possibile circostanza futura che dovesse verificarsi nel corso della relazione contrattuale, da costi di contrattazione molto elevati, dalla difficoltà di verificare con certezza i termini contrattuali in modo da ottenerne l'esecuzione (in via forzosa) attraverso il ricorso a soggetti terzi (quale l'autorità giudiziaria). In linea teorica, l'allocazione dei diritti proprietari, ossia il diritto di compiere una scelta discrezionale nelle circostanze future che non sono state previste dalle parti, e dei diritti di controllo residuali (diritto al reddito residuale prodotto) sarebbe irrilevante ai fini dell'efficienza se non esistessero problemi di agenzia (ossia simmetrie informative) e se gli interessi del principale (cosiddetto *outside investor*, ossia gli azionisti di minoranza o i creditori) e dell'agente (cosiddetto *corporate insider*, ossia il manager o l'azionista di controllo) fossero allineati. Anche in presenza di problemi di agenzia, inoltre, l'allocazione iniziale dei diritti non sarebbe rilevante sul piano dell'efficienza se essi fossero totalmente (e separatamente) negoziabili. La letteratura sui rapporti di agenzia analizza l'allocazione dei diritti di controllo tra *corporate insider* e *outsider* secondo diversi schemi teorici, che si distinguono in funzione delle ipotesi sull'attitudine al rischio del principale e dell'agente, sull'osservabilità e sulla verificabilità dell'output e sulla presenza di benefici privati del controllo, sulla specificità dell'investimento con particolare riferimento al ruolo del capitale umano. Lo schema contrattuale ottimale varia a seconda delle ipotesi menzionate e può contemplare il trasferimento del controllo dal *corporate insider* agli *outsider* nelle contingenze peggiori (basse *performance*, fallimento del progetto, etc.), mentre in caso di buone *performance* (stati del mondo migliori) il *corporate insider* mantiene il controllo e remunera con un compenso fisso gli investitori *outsiders* (cfr. Holmstrom, 1979; Grossman e Hart, 1986; Aghion e Bolton, 1992; Dewatripont e Tirole, 1994; Kaplan e Stromberg, 2002; Hart e Moore, 1998; Gale e Hellwig, 1982; Bolton e Scharstein, 1990; Fluck, 1998; Hart e Moore, 1994). Le deviazioni dal principio di proporzionalità riconducibili al rafforzamento del controllo mediante l'emissione di categorie di azioni prive (in tutto o in parte) del diritto di voto possono essere inquadrate nello schema teorico dei rapporti di agenzia, essendo l'agente il socio in-

La letteratura teorica ha valutato le deviazioni dal principio di proporzionalità tra diritti di voto e patrimoniali evidenziandone il possibile impatto: *i)* sui conflitti di interessi fra azionisti e *management* e sugli incentivi dei detentori di partecipazioni rilevanti (cosiddetti *blockholders*) a gestire al meglio l'impresa; *ii)* sul funzionamento del mercato del controllo societario; *iii)* sulle scelte relative alla decisione di quotazione in borsa⁹.

i) Struttura del voto e conflitti di interessi

La concentrazione proprietaria nelle mani di un singolo azionista e il mercato del controllo societario (cosiddetta disciplina del mercato) sono i due principali meccanismi attraverso cui è possibile mitigare i problemi di agenzia fra azionisti e *management*. Nel primo caso, l'azionista detentore di una partecipazione rilevante ha sia l'incentivo sia il potere di monitorare il comportamento dei *managers* e assicurarsi che l'impresa venga gestita in maniera efficiente. Nel secondo caso, la presenza di un mercato del controllo societario efficiente spinge i *managers* a gestire al meglio l'impresa per paura di essere sostituiti, incrementando l'efficienza *ex ante*, e permette che il controllo sia trasferito in capo a chi è in grado di valorizzare al meglio le risorse dell'impresa, incrementando l'efficienza *ex post*.

L'adozione di una struttura di voto che devia dal principio "un'azione – un voto" può influire sull'efficacia di entrambi i meccanismi. Sistemi non proporzionali di voto possono sia agevolare sia minare l'efficacia della concentrazione proprietaria come meccanismo di *governance*. Da una parte, l'adozione di sistemi non proporzionali di voto incentiva l'attività di *monitoring* del *management* dal parte del *blockholder*, poiché riduce i costi associati alla detenzione di una partecipazione significativa in una sola impresa¹⁰, ossia i costi legati alla mancata diversificazione del portafoglio¹¹, alla detenzione di un *asset* potenzialmente illiquido e i costi finanziari legati all'acquisto della partecipazione stessa. La deviazione dal principio "un'azione – un voto" riduce tali costi, in quanto permette all'azionista di controllare una percentuale di voti più che proporzionale rispetto all'investimento effettuato e di ridurre il livello di rischio *firm-specific* che questi deve sostenere¹².

Tuttavia, la separazione tra diritti di voto e diritti ai flussi di cassa può aggravare i problemi di agenzia tra azionista di maggioranza e azionisti di minoranza, poiché può aumentare gli incentivi all'estrazione di benefici privati del controllo, ossia di benefici – pecuniari e non – che un azionista di maggioranza può ottenere

vestitore; lo stesso ragionamento si applica, in maniera speculare, nel caso in cui la deviazione consista nell'attribuzione all'imprenditore/principale di azioni a voto multiplo. In quest'ottica si leggono anche le soluzioni contrattuali adottate dai *venture capitalists* (VC), soprattutto statunitensi, basate su un'allocazione separata dei *cash flow rights* e dei diritti amministrativi (Kaplan e Stromberg 2002).

9 Per una più ampia e dettagliata *review* della letteratura teorica, cfr. Bukart e Lee, 2008.

10 Alcuni studi evidenziano come gli azionisti di controllo di tipo familiare, che spesso dispongono di diritti di voto più che proporzionali rispetto all'investimento effettuato, svolgano un positivo ruolo di monitoraggio nelle imprese condotte da *managers* non membri della stessa famiglia (Villalonga e Amit, 2006).

11 Admati et al., 1994; Bodnaruk et al., 2007.

12 Gilson e Schwartz, 2012.

sfruttando la sua posizione di controllo e che non sono condivisi con gli altri azionisti¹³. Infatti, chi controlla una società con un investimento finanziario più contenuto rispetto a quello che sarebbe necessario se valesse la regola *one share-one vote* (cosiddetto controllo "a leva") può avere una maggiore convenienza a porre in essere operazioni dannose per la società e vantaggiose per se stesso, quali, ad esempio, operazioni di trasferimento di attività e risorse della società a favore di entità in cui questi ha investito una maggiore quota di capitale a prezzi non di mercato.

La struttura di voto può anche incidere sull'efficacia della disciplina di mercato nell'influenzare il comportamento dei *managers*. Come detto, la disciplina imposta dal rischio di scalata e il *monitoring* dell'azionista di controllo sono meccanismi alternativi per mitigare i problemi di agenzia fra azionisti e *managers*. In presenza di un sistema di voto proporzionale, i due meccanismi sono legati da una relazione inversa: al crescere del numero di azioni possedute da un azionista crescono sia i suoi diritti ai *cash flows*, con effetti positivi sugli incentivi a perseguire gli interessi della società e quindi di tutti gli azionisti, sia i diritti di voto, con effetti negativi sulla contendibilità del controllo. In presenza di deviazioni dalla regola di proporzionalità, al crescere della partecipazione al capitale i diritti di voto aumentano in misura più che proporzionale: ciò comporta una minore contendibilità, ma anche un maggiore potere di *monitoring* sul management a parità di investimento finanziario. Tuttavia, come prima detto, le strutture di voto non proporzionali che implicano un controllo "a leva" possono amplificare i problemi di agenzia fra azionisti di controllo e azionisti di minoranza e altri *stakeholders*, per via del maggiore incentivo a estrarre benefici privati.

Anche la minaccia di scalata può produrre effetti indesiderati. Infatti, il rischio di scalate può alterare il comportamento dei *managers*, piuttosto che indurli a porre in essere strategie volte alla creazione di valore: essi potrebbero agire in modo da rendere l'impresa meno attraente (ad esempio, stipulando con i lavoratori contratti di lungo periodo molto generosi)¹⁴; investire meno in capitale umano *firm specific* a favore di investimenti in competenze generiche più spendibili nel mercato del lavoro¹⁵; preferire strategie di investimento volte a realizzare guadagni nel breve periodo piuttosto che nel lungo¹⁶. Più in generale, l'ipotesi che in un mercato contendibile l'efficienza sia incrementata sia *ex ante* (la contendibilità dovrebbe svolgere un'azione di disciplina sui *managers*, riducendo i problemi di agenzia derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo) sia *ex post* (la contendibilità permette che i *managers* vengano sostituiti da dirigenti più competenti) non trova piena conferma nella letteratura empirica di riferimento¹⁷.

13 Grossman e Hart, 1988; Bebchuk et al., 2000; Claessens et al., 2002; Masulis et al., 2009.

14 Pagano e Volpin, 2005.

15 Ippolito, 2006; Knoeber, 1986.

16 Stein, 1988; Chemmanur e Jiao, 2006.

17 Per una rassegna più ampia e articolata della letteratura in materia di *takeover* cfr. Burkart e Panunzi, 2006.

ii) Struttura del voto e mercato del controllo societario

Un secondo filone della letteratura analizza gli effetti della struttura di voto sul funzionamento del mercato del controllo societario, evidenziando come la proporzionalità tra diritti di voto e diritti al capitale favorisca un'allocazione ottimale del controllo solo in alcune circostanze. L'ottimalità della regola di proporzionalità dipende, infatti, dal tipo di impresa oggetto di offerta (a proprietà dispersa o concentrata), dal numero di potenziali acquirenti e dal grado di asimmetria informativa circa la capacità dell'offerente di generare valore.

Con riguardo alle imprese che presentano una proprietà dispersa, alcuni studiosi hanno dimostrato come sistemi non proporzionali di voto possano favorire la realizzazione di operazioni di acquisizione del controllo efficienti mitigando il noto problema del *free riding*. Tale problema deriva dall'esistenza di elevati costi di coordinamento che impediscono agli azionisti di un'impresa a proprietà dispersa di individuare una strategia comune di risposta all'offerta di uno scalatore, per cui ogni azionista assume le proprie decisioni ritenendosi ininfluenze ai fini dell'esito finale dell'offerta stessa¹⁸. Tale comportamento può determinare l'insuccesso di operazioni di acquisizione efficienti, vale a dire in grado di accrescere il valore dell'impresa che ne è oggetto¹⁹.

In generale, la struttura di voto dell'impresa oggetto del *takeover* non influisce sull'esito finale; tuttavia, modificando alcune ipotesi di partenza, è possibile dimostrarne la rilevanza. In particolare, assumendo una situazione di asimmetria informativa circa la capacità dell'offerente di generare valore, diventa possibile mitigare il problema del *free riding* attraverso una struttura di voto non proporzionale²⁰. In assenza di concorrenza tra *bidders* e con riguardo a un'impresa a proprietà

18 Grossman e Hart, 1980; Bradley, 1980.

19 Si consideri un'impresa a proprietà dispersa, il cui valore sotto il controllo dell'attuale management sia q , oggetto di un'offerta da parte di uno scalatore in grado di accrescerne il valore a v . Affinché l'offerta abbia successo, l'offerente deve acquisire almeno il 50% delle n azioni presenti. Gli azionisti decidono se aderire o meno all'offerta confrontando i benefici e i costi che ne deriverebbero in caso di successo e in caso di fallimento dell'offerta. Se l'offerta fallisce, le azioni continuano a valere q ; se l'offerta ha successo, l'azionista ottiene un prezzo p per ogni azione se aderisce e un valore v per ogni azione se non aderisce. Pertanto l'azionista marginale aderirà all'offerta solo se il prezzo offerto è almeno pari al valore che l'impresa avrà a seguito del *takeover* (v). Tuttavia, a questo prezzo non vi sarà alcuna offerta, in quanto il profitto dell'offerente si annullerebbe. In questo scenario, a causa del problema del *free riding*, nessuna operazione di acquisizione efficiente avrà luogo. In uno scenario più verosimile, in cui si assume l'esistenza di benefici privati del controllo, il problema del *free riding* è attenuato e alcune offerte efficienti possono avere luogo (Grossman e Hart, 1980). Si ipotizzi che l'offerente, una volta in controllo, possa distogliere a proprio esclusivo vantaggio una parte delle risorse della società. In particolare, l'offerente può impossessarsi di una quota pari a h per ogni azione. Il prezzo da corrispondere agli azionisti non sarà più v ma $(1-h)v$. Si crea pertanto spazio per la realizzazione di un profitto (pari a $nhv-k$, dove k è il costo del *takeover*) da parte del *bidder*: l'offerente che in corrispondenza di tale prezzo ottiene un profitto avrà convenienza a procedere all'acquisizione.

20 Si consideri una società che emette n azioni di cui n_v azioni con voto. La società è oggetto di un'offerta da parte di un soggetto la cui capacità di creare valore non è nota agli azionisti della società *target*. Gli azionisti stimano che l'offerente possa creare valore pari a v_H o pari a v_L (con $v_H, v_L > q$) con uguale probabilità. Pertanto il prezzo minimo p a cui questi sono disposti ad aderire all'offerta è una media ponderata di v_H e v_L : $(v_H + v_L)/2$. Poiché il prezzo offerto in equilibrio è lo stesso per tutti i potenziali *bidders*, l'offerente più efficiente paga meno rispetto al valore che è in grado di generare mentre l'offerente meno efficiente paga più rispetto al valore generato. Ipotizzando benefici privati pari rispettivamente a Z_H e Z_L , la condizione che deve essere verificata affinché entrambe le tipologie di offerenti possano promuovere un'offerta è la seguente: $Z_H + (v_L - p)n_v > K$, dove K rappresenta il costo del *takeover*. Pertanto, la struttura del capitale sociale incide sulla probabilità che si verifichi un *takeover*. Se l'impresa emettesse solo azioni con voto ($n=n_v$) tale condizione sarebbe più difficile da soddisfare. Al contrario, all'aumentare delle azioni senza

dispersa, sistemi non proporzionali di voto riducono il prezzo a cui gli azionisti sono disponibili a cedere le proprie azioni, riducendo per questa via il costo del *takeover*. La deviazione dal principio "un'azione – un voto" può quindi migliorare l'efficienza del mercato del controllo societario, favorendo il successo di offerte di acquisto vantaggiose, che altrimenti potrebbero non realizzarsi.

Tale conclusione si riferisce, però, a uno scenario in cui vi è un solo soggetto interessato ad acquisire il controllo di un'impresa ad azionariato disperso. Invece, in presenza di diversi offerenti, la letteratura evidenzia come la regola "un'azione – un voto", sotto certe ipotesi, possa risultare ottimale, poiché favorisce l'acquisizione del controllo da parte del *bidder* più efficiente²¹. In particolare, in presenza di più offerenti caratterizzati da una diversa capacità di creare valore e da un diverso livello di benefici privati del controllo, la regola di proporzionalità previene il rischio che un offerente inefficiente con ampi benefici privati del controllo acquisisca il controllo a scapito di altri offerenti in grado di creare maggiore valore²².

L'analisi appena illustrata non vale naturalmente per le società ad azionariato concentrato, dove ovviamente non c'è un problema di *free riding*. Infatti, là dove esiste un azionista con una partecipazione superiore al 50 per cento, i trasferimenti del controllo avvengono attraverso negoziazioni bilaterali fra tale soggetto e il potenziale acquirente della partecipazione, sebbene la presenza o meno di una disciplina sull'Opa successiva obbligatoria influisca in maniera determinante sull'esito della negoziazione e sul risultato in termini di *welfare* per gli azionisti di minoranza²³. In tali circostanze, la regola della proporzionalità può favorire la realizzazione di offerte che determinano un incremento del valore dell'impresa e scoraggia quelle *value decreasing*²⁴.

voto si riduce il costo di acquisizione del controllo per l'offerente meno efficiente e si facilita quindi la realizzazione di acquisizioni efficienti (At et al., 2011).

21 Grossman e Hart, 1988; Harris e Raviv, 1988.

22 Si considerino due offerenti (R e I) che competono per acquisire il controllo di un'impresa. Il valore dell'impresa sotto il controllo dei due offerenti è pari rispettivamente a v_R e v_I e i rispettivi benefici privati del controllo sono Z_R e Z_I . L'impresa *target* emette n azioni di cui n_v sono con voto. Si assuma che R generi maggiore valore di I, vale a dire $v_R + (Z_R/n) > v_I + (Z_I/n)$. Il prezzo di riserva di R risulta quindi $p_R = v_R + (Z_R/n)$ mentre quello di I è $p_I = v_I + (Z_I/n)$. Affinché si realizzi un'allocatione del controllo ottimale (R ottiene il controllo) p_R deve essere maggiore di p_I . Se i benefici privati di R sono maggiori di quelli di I si realizza sempre il risultato ottimale, indipendentemente dalla struttura di voto. Al contrario, se i benefici privati di R sono minori di I, la struttura di voto diventa decisiva. Solo in caso di proporzionalità tra diritti di voto e diritti al capitale il risultato efficiente è assicurato. Al contrario, in presenza di una struttura di voto non proporzionale, lo scenario inefficiente può verificarsi. Se il numero di azioni con voto n_v è sufficientemente basso, il prezzo di riserva può risultare maggiore di quello di R e I otterrebbe il controllo.

23 Cfr. fra tutti Bebchuk, 1994.

24 Il caso di un'impresa a proprietà concentrata è molto simile al caso in cui più offerenti competono per acquisire il controllo di una società a proprietà dispersa. Nel caso di un'impresa a proprietà concentrata i due *competitors* sono l'azionista di controllo (I), detentore di una partecipazione maggiore del 50% del capitale, e un soggetto esterno (R). Il cambiamento del controllo risulta efficiente solo se il rivale è in grado di generare un maggior valore per azione, ovvero se $v_R + (Z_R/n) > v_I + (Z_I/n)$. D'altro canto, il trasferimento del controllo si verificherà se il prezzo di riserva di I è maggiore di quello di R, vale a dire se $v_R + (Z_R/n) > v_I + (Z_I/n)$. Il rischio di assegnazione del controllo in capo al soggetto meno efficiente si corre quando colui che crea maggiore valore percepisce minori benefici privati del controllo. La presenza di un sistema di voto proporzionale ($n=n_v$) riduce il rischio di equilibri inefficienti in quanto riduce il premio del controllo per azione (Bebchuk, 1994; Kahan, 1993).

iii) *Struttura del voto e decisioni finanziarie*

La possibilità di deviare dal principio di proporzionalità tra diritti di voto e patrimoniali può avere effetti anche sulle scelte finanziarie delle imprese, nonché indurle a ricorrere ad altri strumenti di separazione tra proprietà e controllo.

Si consideri un'impresa quotata che necessiti di nuove risorse per finanziare progetti di investimento capaci di generare valore. In presenza della regola di proporzionalità, l'azionista di controllo (o il *manager*-azionista di un'impresa *widely held*) potrebbe scegliere di non intraprendere tali progetti, perché per finanziarli dovrebbe diluire la propria posizione di controllo. Al contrario, la possibilità di deviare dal principio "un'azione - un voto" permetterebbe al socio di controllo di ottenere nuove risorse mantenendo al contempo il controllo della società²⁵.

Infine, il principio "un'azione - un voto" può incidere sulla scelta di un imprenditore che debba decidere se quotare o meno la propria società e che voglia comunque mantenere una posizione di controllo (per non rinunciare agli elevati benefici privati connessi a tale posizione). In presenza della regola di proporzionalità tra diritti di voto e diritti ai flussi di cassa, l'imprenditore può mantenere il controllo solo attraverso un investimento di capitale proporzionale; l'obbligatorietà di tale regola riduce quindi l'ammontare di risorse ottenibili in fase di IPO nonché la liquidità del titolo stesso. Al contrario, deviando da tale regola, il controllo della società può essere mantenuto anche attraverso un investimento inferiore. Si liberano quindi risorse finanziarie che possono essere allocate su altri investimenti, permettendo all'imprenditore di diversificare meglio la propria ricchezza e di ridurre il rischio *firm-specific* a cui è soggetto²⁶; inoltre, si facilita la creazione di liquidità del titolo e si permette all'imprenditore di raccogliere una maggiore quantità di risorse.

Da ultimo, l'impossibilità di ricorrere a una struttura di voto non proporzionale potrebbe indurre le imprese all'adozione di altri meccanismi di separazione tra proprietà e controllo tendenzialmente più opachi, quali gruppi piramidali, partecipazioni incrociate e strumenti finanziari derivati²⁷.

2.2 La letteratura empirica

Alcuni studi empirici analizzano le determinanti dell'utilizzo di strumenti di separazione tra proprietà e controllo, mentre la maggior parte si concentra sulle conseguenze derivanti dalla deviazione dal principio "un'azione - un voto" sul valore di mercato delle imprese²⁸.

Le analisi delle determinanti evidenziano come le imprese ricorrano all'emissione di *dual class shares* (ovvero di due diverse categorie di azioni che conferiscono diversi diritti di voto ed eventualmente patrimoniali) allo scopo di rafforzare

25 Banerjee e Masulis, 2013; Banerjee, 2005.

26 Bebchuk, 1999.

27 Masulis et al., 2011

28 Per una *review* della letteratura empirica, cfr. Adams e Ferreira, 2008.

la posizione di controllo dell'azionista principale o del *management* che partecipa al capitale della società²⁹. Il gruppo di controllo, non convertendo le proprie azioni in titoli senza diritto di voto o attribuendosi azioni a voto multiplo, può rafforzare la propria posizione di controllo proteggendosi dal rischio di scalate ostili.

L'emissione di diverse categorie di azioni è più frequente tra le imprese a controllo familiare, a dimostrazione, secondo alcuni autori, del maggiore incentivo a estrarre benefici privati del controllo presenti in tali realtà³⁰. La decisione di emettere *dual-class shares* può essere anche legata alla volontà da parte dell'azionista di riferimento di reperire capitale per finanziare nuovi investimenti senza però perdere il controllo, come evidenziato anche nella letteratura teorica di riferimento³¹.

La valutazione degli effetti sul valore delle imprese derivanti dalla deviazione dal principio "un'azione – un voto" è stata realizzata in letteratura con due approcci: il primo è basato sull'analisi della reazione del mercato ad annunci di modifiche alla struttura di voto esistente (ad esempio, annunci di passaggio da una struttura azionaria articolata in più classi a una struttura *one-class* – cd. *unification* – o di ristrutturazioni), mentre il secondo è basato sulla correlazione fra misure rappresentative del valore dell'impresa (quale, ad esempio, il *market-to-book ratio* o la *q* di *Tobin*) e variabili che misurano la differenza tra diritti di voto e diritti ai *cash flows*.

Gli studi appartenenti al primo filone non giungono a conclusioni univoche. In alcuni casi, si evidenziano rendimenti anomali positivi a seguito di annunci di modifiche della struttura di voto, a sostegno dell'idea secondo cui la creazione di azioni a voto multiplo o di azioni a voto limitato non danneggia gli azionisti³². Tali conclusioni non sono però confermate da altre ricerche che, invece, trovano rendimenti negativi ovvero rendimenti positivi in caso di passaggio da una struttura azionaria articolata in più classi a una struttura *one-class*³³, o ancora non trovano effetti significativi³⁴.

Gli studi appartenenti al secondo filone della letteratura empirica, invece, concordano in genere sull'esistenza di un effetto negativo (sebbene, in alcuni casi, non significativo) sul valore delle imprese derivante dall'adozione di strumenti che

29 De Angelo e De Angelo, 1985; Smart e Zutter, 2003; Schmid, 2009. Alcuni autori evidenziano come le azioni a voto multiplo siano in genere meno scambiate delle altre in quanto utilizzate per mantenere il controllo (Gompers et al., 2010).

30 Amoako e Smith, 2001; Cronqvist e Nilsson 2003; Holmèn e Högfeltd, 2004.

31 Lehn et al. (1990) mostrano come le imprese che decidono di ricapitalizzare hanno prospettive di crescita migliori di quelle che invece scelgono la strada del *going private*.

32 Partch, 1987; Cornett e Vetsuypens, 1989; Dimitrov e Jain, 2006; Ang e Megginson, 1989. Con riferimento al caso italiano, Zingales (1991), analizzando la reazione del mercato a 29 annunci di emissione di azioni di risparmio nel periodo 1985-87, trova un effetto positivo sui titoli ordinari in circolazione nei due giorni intorno all'annuncio e nessun effetto su un orizzonte di 15 giorni. Ferretti et al. (1993), su un campione di 18 emissioni di azioni di risparmio nel periodo 1982-1990, confermano il risultato di Zingales.

33 Jarrell e Poulsen, 1988; Smart et al., 2007; Maynes, 1992; Maury e Pajuste, 2011 trovano che le operazioni di *unification* sono più frequenti nelle imprese con minori benefici privati del controllo, dove sono presenti investitori istituzionali e dove vi sono maggiori opportunità di crescita; inoltre evidenziano come il valore delle imprese cresca a seguito di operazioni di conversione delle azioni con diversi diritti di voto in una sola classe azionaria.

34 Bauguess et al., 2012.

determinano una deviazione dal principio di proporzionalità³⁵ per l'acuirsi dei problemi di agenzia e per il maggiore rischio di estrazione di benefici privati del controllo tipici delle imprese che deviano dal principio di proporzionalità³⁶.

3 Il principio “un’azione – un voto” nel diritto commerciale

3.1 Il principio un’azione – un voto” in una prospettiva storica

Come illustrato nel paragrafo precedente, gli economisti analizzano il principio “un’azione – un voto” e le sue deviazioni in termini di incentivi a massimizzare il valore delle imprese e di effetti sull'efficienza del mercato del controllo societario. I giuristi, invece, guardano al principio “un’azione – un voto” principalmente come a una delle possibili regole volte a disciplinare i rapporti tra soci, nonché tra i soci e la società.

Da quest'ultimo punto di vista, il principio “un’azione – un voto” riassume in un'unica espressione un modello di attribuzione del diritto di voto scindibile in tre regole: il voto è attribuito solo alle azioni (nessun voto senza azione); il voto è riconosciuto a ciascuna azione (nessuna azione senza voto); ogni azione ha un voto soltanto (divieto di voto plurimo)³⁷.

La storia delle società per azioni mostra, in realtà, come non esista alcuna incompatibilità ontologica (ossia 'pre-giuridica') tra l'adozione dello strumento azionario e tecniche di attribuzione dei diritti sociali non basate sulla stretta proporzionalità tra numero di azioni possedute e numero di voti attribuiti e che, al tempo stesso, l'adozione di tali tecniche non è mai stata in contrasto con i principi generali del diritto commerciale.

Prove evidenti di questa caratteristica delle azioni – ossia della loro perfetta compatibilità ontologica e giuridica con regole che, per l'attribuzione del diritto di voto, non utilizzano il criterio di stretta proporzionalità tra azioni possedute e numero di voti attribuiti³⁸ – si possono ritrovare con facilità, sia nella storia del diritto delle società per azioni sia, ancora oggi, in molti paesi a economia avanzata³⁹.

35 Claessens et al., 2002; Taylor e Whittred, 1998; Maury e Pajuste, 2004; La Porta et al., 2002; Gompers et al., 2010; Cronqvist e Nilsson, 2003; King e Santor, 2008; Amoako Adu et al., 2009; Masulis et al., 2009; Schmid, 2009; Holmèn, 2011. Smart et al. (2007) comparano imprese *dual-class* e *single-class* dal momento della quotazione fino a cinque anni dopo e trovano che le prime sono scambiate a prezzi inferiori in tutto il periodo di osservazione.

36 Gli studi appartenenti a tale filone soffrono di problemi di cattiva specificazione del modello, di endogeneità e di *reverse causality*, nonché distorsioni legate alle diverse modalità di stima dei diritti di voto o all'utilizzo di dati relativi a paesi e periodi differenti.

37 Sul tema, da ultimo, La Sala, 2011, p. 1.

38 Jaeger, 1976, p. 34. Contrario a questa posizione si dichiarò invece Angelici (1992 p. 148-149) secondo il quale la possibilità di deviare al principio di stretta proporzionalità dovrebbe comunque “*ritenersi condizionata all'adozione di tecniche coerenti con il modello organizzativo delle società per azioni: tecniche pertanto volte all'oggettività della partecipazione azionaria e non alla persona (nel senso di concreta situazione personale) del socio*”.

39 In Francia, già negli Editti di Luigi XIV del 1664 costitutivi delle Compagnie delle Indie orientali e delle Indie occidentali – ossia in quelle che da molti vengono considerate la prime forme di manifestazione di società anonime – esistevano regole per l'attribuzione dei diritti sociali non proporzionali all'investimento e alle azioni possedute, in quanto riservavano gli stessi ai maggiori azionisti (*Conférences des ordonnances de Louis XIV*, II, Paris, 1719, pp. 483

Infatti, nel corso del XVIII e XIX secolo, quasi tutti i principali paesi avanzati (inclusa l'Italia) consentirono al contratto sociale di disciplinare piuttosto liberamente l'attribuzione del diritto di voto, permettendo, ad esempio, le azioni a voto multiplo, il voto capitaro (ossia un voto per ogni azionista), ovvero l'attribuzione del voto solo a coloro che possedevano una certa quota del capitale sociale "con l'applicazione – tra coloro che raggiungono la soglia prefissata – ora del principio capitaro, ora di quello capitalistico" (ossia proporzionale)⁴⁰.

Nel nostro Paese, il Codice napoleonico del 1808 (entrato in vigore in Francia il 1° gennaio 1808 e adottato in Italia dal 1° settembre 1808) non conteneva alcuna regola specifica in materia di attribuzione del diritto di voto agli azionisti, lasciando alle società ampia libertà statutaria⁴¹. Tale libertà rimase garantita in molte parti d'Italia, sia nel corso di tutto il periodo intercorrente tra la Restaurazione (1814) e l'unità d'Italia (1861)⁴² sia in quello successivo intercorrente tra l'emanazione del primo Codice di Commercio del 1865 e quello del 1882⁴³.

Il Codice di Commercio italiano del 1882, a sua volta, pur avendo introdotto quale regola generale per l'esercizio del diritto di voto quella del cosiddetto voto a scalare (che individua scaglioni partecipativi mediante i quali progressivamente si riduce il peso dei voti esercitabili dal socio), aveva anche garantito ai privati la possibilità di derogare liberamente a tale regola⁴⁴. Unica norma cogente in materia di

ss.). In particolare erano previsti tetti minimi di partecipazione sia per l'intervento che per il voto in assemblea. Sul tema di vedano: Cottino, 1994, p. 271; Galgano, 1996, p. 3 e ss.; Mignoli, 1960, p. 640. Cfr. anche *Le Compagnie olandesi del secolo XVII nelle Relazioni degli ambasciatori veneti*, in Riv. soc., 1960, p. 582 e D'Aguesseau, 1960, p. 155.

40 La Sala, 2011.

41 Pochissime erano, infatti, le disposizioni dedicate alle azioni e alle regole di partecipazione alla società; il Codice napoleonico prevedeva solamente che "I soci non sono soggetti che alla perdita dell'ammontare della loro quota nella società" (art. 33) e che "il capitale della società anonima si divide in azioni ed anche in porzioni di azioni di uguale valore" (art. 34), mentre tutto il resto era lasciato alla libertà negoziale dei soci: "Il contratto di società viene regolato dal diritto civile, dalle leggi particolari al commercio e dalle convenzioni delle parti" (art. 18). Per quanto riguarda la letteratura storiografica sulle società per azioni (già anonime) all'epoca del *Code de commerce* napoleonico nonché sui precedenti progetti di Codice di Commercio del Regno d'Italia, cfr. per tutti: Locré, 1827-1831, p. 122-140; Dalluscheck, 1855; Roberti, 1948, pp. 5-131; De Maddalena, 1956, p. 262; Asquini, 1961, p. 722 e ss.; Vighi, 1969, p. 663 e ss.; Berlinguer, 1970, pp. 21-32; Ungari, 1974, p. 29 e ss.; Galgano, 1976, pp. 79-84; Padoa Schioppa, 1992, p. 221 e 222; e .

42 In questi anni restarono sostanzialmente in vigore quasi tutte le norme contenute nel Codice napoleonico. Infatti se da un lato in Toscana, nel Lombardo Veneto, a Genova, a Parma e a Piacenza il *Code de commerce* francese rimase formalmente in vigore, a Modena, nello Stato Pontificio, a Napoli e in Piemonte esso, seppur formalmente sostituito, rimase vivo nella sostanza in quanto le nuove norme risultarono identiche alle precedenti.

43 L'art. 143 del Codice di Commercio del 1865 prevedeva che: "Lo statuto sociale determina quando gli azionisti dovranno essere convocati in assemblea generale, le materie sopra le quali dovranno deliberare, il numero degli azionisti necessario alla validità delle deliberazioni e il modo con cui i medesimi eserciteranno il diritto di suffragio".

44 Recitava infatti l'art. 157 del Codice di Commercio del 1882: "(...) Ogni socio ha un voto ed ogni azionista ha un voto sino a cinque azioni da lui possedute. L'azionista che possiede più di cinque e sino a cento azioni ha un voto ogni cinque azioni, e per quelle che possiede oltre il numero di cento ha un voto ogni venticinque azioni. Le deliberazioni si prendono a maggioranza assoluta. Nell'atto costitutivo o nello statuto può essere derogato a queste disposizioni". Padoa Schioppa (1992, p. 221 e 222) ricorda che la tecnica del voto a scalare in quegli anni era adottata solo in Inghilterra, all'art. 44 del *Company Act* del 1962, mentre invece "il codice germanico del 1861 (ADHGB), art. 244, attribuiva un voto ad ogni azione; la legge francese del 24.7.1966, art. 27, si rimetteva allo statuto sociale; così pure la legge belga (19.5.1973, art. 61), che tuttavia poneva un tetto al potere di un singolo socio in assemblea, vietando che egli vi conferisse più di 1/5 del capitale sociale e più di 2/5 del capitale rappresentato: si volle evitare che un socio potesse, da solo, raggiungere la maggioranza in assemblea". Secondo la dottrina, infatti, clausole statutarie che hanno guardato alla quota spettante a ciascun socio per l'attribuzione (quantomeno) del diritto di voto, ponendo limiti

diritto di voto era, invece, quella che voleva riconosciuto a ogni azionista il diritto di voto nelle assemblee generali (art. 164, comma 1), in questo modo, sostanzialmente, vietando sia l'emissione di azioni prive del diritto di voto sia l'introduzione di tetti minimi statutari al possesso azionario per l'esercizio del diritto di voto in assemblea.

Pertanto, agli albori della società per azioni, la regola "una azione - un voto" era considerata, al pari di molte altre, una regola lecita, ma non certamente cogente.

La duttilità dello strumento azionario rispetto alle molteplici regole di attribuzione del diritto di voto (sia di natura legale sia statutaria) è dimostrata dal fatto che storicamente si ritrovano esempi di quasi tutte le regole possibili, quali: 1) un voto per ogni azione posseduta; 2) un voto per ogni azione, ma limitato alle sole assemblee straordinarie (azioni a voto limitato); 3) il voto "a scalare" (ossia attribuito con una tecnica di proporzionalità regressiva); 4) un voto per ogni azione fino a un limite massimo, oppure da un limite minimo in poi⁴⁵; 5) il voto capitaro (ossia un solo voto indipendentemente dal numero di azioni possedute); 6) nessun voto; 7) più di un voto per ogni azione (azioni a voto plurimo).

La funzione originaria dell'azione, infatti, è stata soltanto quella di costituire lo strumento capace di fare circolare i diritti sociali in modo rapido e sicuro, mediante la tecnica dell'incorporazione tipica dei titoli di credito⁴⁶. Il principio della "naturale destinazione alla circolazione della partecipazione azionaria", infatti, porta con sé il corollario secondo cui le azioni debbano circolare, al pari degli altri titoli di credito, secondo le regole proprie dei beni mobili, ossia in difformità di quelli che sono i principi generali che subordinano la cessione del contratto al consenso del contraente ceduto e di cui all'art. 1406 c.c.⁴⁷, al pari di quanto accadrebbe se si fosse in presenza di una sorta di accettazione preventiva e generalizzata da parte della società della persona del nuovo socio⁴⁸, ai sensi dell'art. 1248, primo comma, c.c..

massimi al voto o introducendo la regola del voto a scalare non solo sono sempre state considerate lecite, ma, anzi, hanno sempre trovato riconoscimento e tutela da parte dell'ordinamento (cfr., per tutti, Casella, 1973, p. 417).

45 Consentiva l'introduzione negli statuti di un limite 'minimo' di possesso azionario per l'esercizio del diritto di voto (ossia una soglia di partecipazione al di sotto della quale il diritto non veniva riconosciuto), ad esempio, l'art. 27 della Legge francese del 24 luglio 1967.

46 Galgano, 1993, p. 135. La stessa Relazione ministeriale al codice civile del 1942 (n. 941) afferma che sono proprio le caratteristiche del titolo azionario a fare della S.p.a. "lo strumento tipico che permette la raccolta e la mobilitazione di notevoli masse di risparmio popolare per l'investimento in imprese, per le quali nessuna privata fortuna sarebbe sufficiente...". L'idea di fare circolare i diritti sociali mediante l'utilizzo di un titolo di credito nacque (facendo nascere così la stessa società per azioni) e si sviluppò in l'Europa continentale a partire dalla metà del 1600, di pari passo con l'esigenza della classe mercantile di attingere dai privati sempre maggiori capitali di rischio. In questi termini sempre Galgano, 1996, p. 23.

47 Galgano, 1990, p. 107 e ss. In proposito Martorano (1997, p. 91) ha osservato come in realtà risulti controverso "se il fenomeno della incorporazione del diritto nel documento abbia una portata esclusivamente strumentale, al solo fine di estendere alla alienazione dei crediti la tutela dell'acquirente propria della alienazione delle cose mobili (con conseguente esclusione dell'acquisto del diritto cartolare in capo al soggetto che acquista la proprietà del documento mediante uno dei modi di acquisto a titolo originario della proprietà previsti dal diritto comune), ovvero se abbia una portata assoluta (con conseguente possibilità di divenire creditore cartolare attraverso una delle menzionate vicende sempre che il fenomeno possessorio sul quale si fondano rivesta gli estremi del possesso qualificato in conformità della legge di circolazione propria del titolo)".

48 In questi termini Angelici, *op. loc. ult. cit.*

Come tale, l'azione è in grado di garantire l'uguaglianza dei diritti spettanti a ciascun azionista a parità di condizioni, ma risulta del tutto indifferente rispetto alle modalità di attribuzione degli stessi diritti che essa incorpora e che con essa vengono fatti circolare⁴⁹.

L'azione, quale tecnica per la rapida e sicura circolazione dei diritti di partecipazione, nonché per l'efficiente esercizio degli stessi, costituisce quindi uno strumento neutro rispetto alla natura e alla quantità dei diritti che da essa vengono rappresentati e rispetto alle modalità di attribuzione degli stessi⁵⁰. Essa, pertanto, risulta compatibile con sistemi non proporzionali di attribuzione del diritto di voto.

Prove di ciò si ritrovano nello stesso codice civile italiano in relazione alla disciplina della società in accomandita per azioni, dove la regola di non proporzionalità non solo è consentita, ma assurge a regola istituzionale del tipo societario in questione⁵¹. In capo al socio accomandatario, infatti, si pongono concretamente due ordini di rapporti, uno di azionista e uno di amministrazione⁵², a dimostrazione del fatto che, accanto alla tecnica di attribuzione proporzionale dei diritti societari suscettibili di esercizio plurimo, ben può esistere una regola che porta istituzionalmente "*in primo piano la persona del socio facendo del relativo rapporto sociale un rapporto fondato sull'intuitus personae che rifiuta, come tale, di circolare nelle forme del titolo azionario*"⁵³.

Anche nella società cooperativa per azioni, insieme all'utilizzo della tecnica azionaria, coesistono regole che guardano direttamente alla posizione del socio nella società, sia per l'attribuzione del diritto di voto (capitario) sia per fissare il limite massimo di capitale che ciascun socio può possedere.

Infine, nella stessa disciplina delle società per azioni esistono numerose norme che prendono in considerazione la parte di capitale posseduta dal socio (o dai soci) per far sorgere in capo agli stessi determinati diritti (i cd. diritti di quota) o per imporre ad amministratori e sindaci determinati doveri (cfr. gli artt. 2367, 2408², 2409, 2362 del codice civile)⁵⁴.

Più in generale, occorre osservare come, in tutte le società di capitali, l'*intuitus personae* costituisce un carattere non essenziale, ma pur sempre eventuale e legittimo. È possibile, infatti, affermare che nella società per azioni personalizzazione e spersonalizzazione sono "*due aspetti che convivono, in certa misura e con interazioni reciproche, in tutto l'arco dell'evoluzione economica e dell'elaborazione giuridica che*

49 Le azioni, quando vengono incorporate in titoli di credito, rendono altresì più appetibile il loro acquisto in quanto il loro semplice possesso qualificato è sufficiente per l'esercizio dei diritti in esse incorporati poiché esse circolano in base alle regole proprie dei beni mobili. Sull'argomento cfr., per tutti: Spada, 1994, p. 19; Galgano, 1993, p. 135.

50 L'utilizzo della tecnica azionaria per la circolazione dei diritti garantisce solo l'uguaglianza delle posizioni dei soci che si trovino a possedere lo stesso numero di azioni.

51 Sulla società in accomandita per azioni cfr.: Costi, 1969; Costi, 1973; Corsi, 1991, p. 225 e ss.; Galgano, 1985, p. 3 e ss.; Montalenti, 1985; Cagnasso e Irrera, 1990, p. 57; Marocco et al., 1990; Angelici, 1992; Cottino, 1994, p. 681.

52 Angelici, 1992, p. 24.

53 Costi, Della società in accomandita per azioni, 1973, p. 17.

54 Tema per il quale si rinvia a: Calvosa, 1993; Tofanelli, 1988, p. 382; Costi, 1986, p. 221; Costi, 1989, p. 205; Scognamiglio, 1985, p. 233; Scognamiglio, 1991.

va dall'era comunale al mondo di oggi"⁵⁵, essendo stata sempre viva l'esigenza dei privati, così come sempre riconosciuta e tutelata da parte dell'ordinamento, di adattare la disciplina legislativa con previsioni statutarie.

La storia del diritto commerciale mostra però anche come le regole di attribuzione dei diritti alle azioni abbiano subito un progressivo processo di standardizzazione e spersonalizzazione, oltre che di graduale tipizzazione normativa, soprattutto per le società quotate, che ha in parte circoscritto le libertà statutarie⁵⁶. Questo processo ha rappresentato il presupposto necessario per consentire alle azioni di essere più facilmente negoziate su mercati borsistici, potendo così essere più liquide e richiedendo all'investitore minori oneri di informazione circa l'insieme dei diritti di cui diventerebbe titolare con l'acquisto delle azioni.

Sin dal XIX secolo, infatti, prese avvio all'interno della S.p.a. un fenomeno di progressiva democratizzazione, probabilmente sulla scia del coevo fenomeno dell'allargamento del suffragio elettorale e dell'avvento delle classi medie sulla scena politica: così come la classe politica doveva essere sottoposta al giudizio elettorale, anche la classe imprenditoriale doveva essere sottoposta allo scrutinio delle assemblee degli azionisti⁵⁷.

Per questa ragione, si giunse a ritenere che fosse principio inderogabile di ordine pubblico quello secondo cui il possesso di una sola azione dovesse essere condizione necessaria e sufficiente per vedersi attribuiti tutti i diritti sociali⁵⁸. In altre parole, divenne regola caratterizzante la società per azioni moderna (e in quanto tale inderogabile) quella secondo la quale l'unità azionaria costituisce l'entità minima di partecipazione richiesta al socio perché a questi possano venire attribuiti tutti quei diritti inerenti a tale *status*⁵⁹.

Nello stesso tempo, al fine di rendere più appetibile e più facilmente trasferibile l'azione, si affermarono gradualmente anche altri due diversi principi: quello

55 Cottino, 1990, p. 303.

56 Jaeger, 1976, p. 39.

57 Galgano, 1996, p. 22.

58 Sono concetti comuni a tutta la dottrina; in questo senso infatti, oltre a D'Alessandro, 1968, p. 117 e ss., anche Bione, 1991, p. 5; Visentini, 1959, p. 967 e ss.; Gasperoni, 1957, p. 183; Angelici, 1991, p. 101 e ss.; Angelici, 1990, p. 22; Angelici, 1992, p. 19; Ferri, 1987, p. 460; Spada, 1985, p. 95. Tale linea evolutiva fu colta da Vivante già nel 1912: "*chi possiede anche una sola azione ha degli interessi da tutelare, degli amministratori da eleggere, uno statuto da far rispettare, degli utili cui partecipare e pertanto, deve poter sempre intervenire e votare in assemblea*" (cfr. C. Vivante, in Trattato di dir. comm., vol. II, Società commerciale, IV ediz., Milano 1912, p. 310). Nello stesso senso cfr. anche Asquini, 1960, p. 365.

59 Così D'Alessandro (1968 p. 132) il quale sottolinea anche che "*il carattere essenziale e tipico della partecipazione capitalistica consiste nella variabilità quantitativa dell'impegno contrattuale della parte, e cioè il variare di pesi e vantaggi in modo proporzionale e discreto, secondo i multipli di un'unità minima, di un quantum appunto di partecipazione. Rispetto a questo principio generale le posizioni soggettive del socio che non hanno una graduazione quantitativa in base all'impegno contrattuale costituiscono un'eccezione confinata del resto a casi per solito di importanza relativamente minore rispetto all'obbligo di conferimento, al diritto agli utili, alla quota di liquidazione finale ed al diritto di voto (il diritto di intervenire in assemblea, il diritto di denunciare al collegio sindacale i fatti ritenuti censurabili, il diritto di prendere visione del libro dei soci, ...)* (art. 2367, 2408, 2409, 2362, ecc)". Tra tali diritti ovviamente non rientrano i cosiddetti diritti di quota ossia quei diritti che spettano a quel socio o a quei soci che siano in possesso di una determinata frazione del capitale sociale: il diritto di denuncia al Tribunale di gravi irregolarità ex art. 2409 c.c., il diritto a provocare una indagine da parte dei sindaci in ordine alle denunce su fatti censurabili presentate dai soci ex art. 2408, II comma, c.c., ecc..

della uguaglianza dei diritti incorporati nelle singole unità azionarie e quello della proporzionalità diretta tra il numero di azioni possedute e l'entità dell'interessenza e della ingerenza dei soci nella società (principio di proporzionalità tra potere e rischio)⁶⁰: a un certo numero di azioni deve necessariamente corrispondere un uguale numero di quei diritti suscettibili di esercizio in misura quantitativamente diversa (ossia, diritto agli utili, diritto alla quota di liquidazione, diritto di opzione e, tendenzialmente, ma non rigidamente, diritto di voto)⁶¹. Si tratta dell'affermazione nella S.p.a. del principio di "democrazia plutocratica" della proporzionalità del potere economico alla proprietà della ricchezza: colui che più rischia col proprio investimento azionario deve avere, in proporzione, un maggiore numero di voti, una maggiore parte di utili e una maggiore quota di liquidazione⁶².

Tale processo di progressiva standardizzazione e spersonalizzazione della partecipazione azionaria, in ogni caso, non portò mai alla definitiva affermazione del principio "un'azione – un voto" come regola cogente.

Significativo in proposito è il dibattito che si sviluppò in Italia subito dopo la Prima Guerra mondiale in tema di voto plurimo. In quegli anni, a seguito della forte svalutazione monetaria, diverse società italiane – in forza del disposto dell'art. 164 del Codice di Commercio del 1882⁶³ – introdussero nei propri statuti il voto plurimo, al fine di impedire che soggetti residenti in paesi con valute più forti potessero scalare società italiane⁶⁴. Nello stesso periodo, e per la stessa ragione, anche a livello normativo si registrarono due proposte che intendevano subordinare l'emissione di azioni a voto plurimo alla loro nominatività e all'intestazione a cittadini italiani⁶⁵.

Proprio in ragione del fatto che all'epoca la dottrina era divisa tra i sostenitori e i contrari al voto plurimo, il Progetto D'Amelio del 1925⁶⁶ cercò di adottare una

60 Cfr. Cottino, 1994, , p. 273.

61 Rosapepe (1988, p. 7) ricorda, ad esempio, come sino a tutto il XIX secolo una disciplina del diritto di opzione non esistette né in Italia, né in Francia e né in Germania. In tutti e tre questi Paesi il diritto di opzione venne riconosciuto a tutti i soci solo negli anni trenta e quaranta (del 1900).

62 Galgano, 1976, p.115 e segg. Ma, sul punto, cfr. anche, Montalenti, 1981; Bonell, 1982, p. 369. In tutti i paesi ad economia avanzata costituisce principio generale in tema di voto quello della diretta proporzionalità tra numero di azioni possedute e numero di voti attribuiti.

63 L'art. 164 del Codice di Commercio del 1882 (R.D. 31 ottobre 1882, n. 1062) prevedeva che "*Le azioni devono essere di eguale valore, e conferiscono ai loro possessori eguali diritti, se non è stabilito diversamente nell'atto costitutivo, salvo però ad ogni azionista il diritto di voto nelle assemblee generali*".

64 Cfr. Scialoja, 1925, p. 785 e ss.

65 Si tratta della proposta della Confederazione Generale dell'Industria Italiana (Proposte di riforma del Codice di Commercio. Testo e note illustrative, Roma, 1925, 39, 200) e della proposta avanzata all'interno della Commissione D'Amelio (Commissione Reale per la Riforma dei Codici - istituita con R.D. 3 giugno 1924 e presieduta da Mariano D'Amelio - Sottocommissione B, Codice di Commercio, II, Relazione sul Progetto, Provveditorato generale dello stato, 1925, p. 76 e ss.). Sul punto cfr. Ungari, 1968, p. 41 e ss. La stessa giurisprudenza che all'epoca si occupò del tema raggiunse un definitivo punto di equilibrio con una importante decisione della Corte di Cassazione del 15 luglio 1926 (Cass. Regno, 15 luglio 1926, Banca Industriale Italiana c. Consorzio Immobiliare Finanziario, in Foro it. 1926, I, 813), con la quale riconobbe "*in linea di massima la compatibilità del voto plurimo con le norme del codice di commercio, ma nello stesso tempo espresse l'opportunità di un pregnante controllo dell'autorità giudiziaria in sede di omologazione onde assicurare che il voto plurimo non fosse diretto a deformare la figura e l'essenza della società anonima*" (Bione, 1991, p. 53).

66 Si ricorda che con R.D. 3 giugno 1924 fu istituita la Commissione per la riforma dei codici al cui interno venne creata la Sottocommissione B (presieduta da Mariano D'Amelio) con lo scopo di rivedere il Codice di Commercio.

soluzione interlocutoria e di compromesso, motivata con il dichiarato intento di non "pregiudicare l'eventuale riesame della questione nel corso ulteriore dei lavori legislativi" ed espressamente definita nello stesso Progetto come una "infelice transazione tra le idee dei sostenitori delle azioni a voto plurimo e quelle degli avversari". Così, mentre, da un lato, non si diede alla regola "un'azione - un voto" un formale riconoscimento normativo, dall'altro, si introdusse un modello di titolo azionario - le azioni a voto limitato - capace di realizzare, almeno in parte, analoghi obiettivi di controllo societario⁶⁷.

L'idea di comporre le due diverse tesi sul voto plurimo mediante l'introduzione nell'ordinamento italiano delle azioni a voto limitato, rimase immutata dal Progetto D'Amelio al progetto Asquini del 1940 e, oltre, sino al codice civile del 1942 che, all'art. 2351, comma 2, riconobbe l'istituto delle azioni a voto limitato e che, al tempo stesso, all'art. 212 delle Disposizioni per l'attuazione del Codice Civile e disposizioni transitorie, vietò (per il futuro) l'emissione di azioni a voto multiplo⁶⁸.

Il fenomeno di progressiva standardizzazione dei diritti inerenti alla partecipazione azionaria di cui si è fatto cenno è rinvenibile anche nel codice civile italiano del 1942. Questo, infatti, prevedeva che ogni azione dovesse attribuire al suo "possessore": 1) il diritto di voto (art. 2351, comma 1), 2) il diritto a una parte proporzionale degli utili netti e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione (art. 2350, comma 1), 3) il diritto di intervento all'assemblea (art. 2370, comma 1), 4) il diritto di farsi rappresentare nell'assemblea stessa (art. 2372, comma 1), 5) ecc.⁶⁹.

67 In questi termini Bione, 1991, p. 53. Sul tema cfr. anche Elena, 1927, p. 118. L'art. 170 del progetto D'Amelio recitava: "L'atto costitutivo o lo statuto può stabilire che una parte delle azioni della società abbia diritto a voto soltanto nelle assemblee straordinarie per deliberare sugli argomenti indicati ai numeri 1, 4, 5, 6, 8 e 9 dell'art. 1999. In tal caso le limitazioni al diritto di voto devono essere indicate sul titolo. Alle azioni ordinarie non può essere assegnato alcun dividendo, se prima non sia pagato il dividendo, in ragione del cinque per cento, a quelle aventi diritto limitato al voto, anche per gli anni precedenti, qualora sia mancato o sia stato inferiore. Le azioni ordinarie non possono essere rimborsate se non dopo il rimborso di queste ultime. Lo statuto e l'atto costitutivo possono inoltre stabilire che alle azioni aventi diritto limitato al voto sia assegnato un dividendo superiore a quello spettante alle azioni ordinarie e che queste siano riservate a una determinata categoria di soci. Ai possessori delle azioni con voto limitato spettano il diritto di opposizione alle deliberazioni dell'assemblea e quello per la revisione dei bilanci e dei libri della società, che il presente codice concede alle minoranze".

68 L'art. 212 delle Disposizioni per l'attuazione del Codice Civile e disposizioni transitorie prevede che "1. Le azioni a voto plurimo, esistenti al 27 febbraio 1942, nonché quelle emesse a norma dell'ultimo comma, potranno essere conservate per tutta la durata della società emittente prevista dall'atto costitutivo o dalle modificazioni di questo anteriori alla data suindicata. 2. Dalla data predetta sono vietate anche per le società esistenti le emissioni di azioni a voto plurimo. Sono nulle altresì le deliberazioni con le quali si attribuisce alle azioni a voto plurimo esistenti un maggior numero di voti. 3. Le disposizioni del comma precedente non si applicano alle azioni a voto plurimo, emesse in occasione di aumenti di capitali deliberati prima dell'entrata in vigore del codice dirette a mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni". Sul tema cfr.: Angelici, 1992, p. 185 e ss.; Grassetti, 1949, p. 81; Franceschelli, 1950, p. 196.

69 Sul tema della standardizzazione della partecipazione azionaria nel codice civile: Zanarone, 1995, p. 401; Angelici, 1992, p. 22; Zanarone, 1985, p. 181; Visentini, 1985, p. 705; Ferrarini, 1993; Righini, 1993, p. 144 e ss.; Minervini, 1989, p. 130; D'Alessandro, 1988; Ferri, 1988, p. 145; D'Alessandro, 1986, p. 98; Jaeger, 1976; D'Alessandro, 1968, p. 118; Graziani, 1963, p. 178; Costi, 1973, p. 17; Spada, 1985 p. 116.

Nel 1942 divenne altresì regola cogente quella che vuole una uguaglianza tra le azioni del medesimo tipo sia sotto l'aspetto del loro valore nominale, sia sotto quello dei diritti conferiti ai loro possessori (art. 2348)⁷⁰.

Infine, si affermò altresì il citato principio generale di "democrazia plutocratica" all'interno della società per azioni, ossia di stretta proporzionalità tra il potere economico e la proprietà della ricchezza, ossia tra il numero di azioni possedute dal singolo socio e il numero dei diritti patrimoniali suscettibili di esercizio plurimo attribuiti al medesimo (*i.e.* diritto agli utili e diritto alla quota di liquidazione). Chiarissimi in proposito appaiono gli articoli 2350 e 2441 c.c., i quali, rispettivamente, prevedono che "ogni azione attribuisce il diritto a una parte proporzionale degli utili netti e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione" e che "le azioni di nuova emissione e le obbligazioni convertibili in azioni devono essere offerte in opzione ai soci in proporzione al numero delle azioni possedute".

Ciononostante, secondo una parte della dottrina, dal testo del codice civile del 1942, si poteva evincere anche come nelle intenzioni del Legislatore il fenomeno della progressiva standardizzazione dei diritti patrimoniali inerenti alla partecipazione azionaria non avrebbe dovuto coinvolgere il più importante dei diritti amministrativi, ossia il diritto di voto⁷¹.

Indice rivelatore della predetta volontà del Legislatore doveva evincersi dal tenore letterale del primo comma dell'art. 2351 c.c., secondo cui "ogni azione attribuisce il diritto di voto": l'attribuzione del diritto "di" voto è, infatti, cosa diversa dall'attribuzione del diritto a "un" voto⁷².

In ogni caso, occorre rilevare come il codice civile del 1942, pur lasciando all'autonomia statutaria la scelta di regole diverse dal principio "un'azione – un voto", ha voluto vietare esplicitamente le due soluzioni più estreme di deviazione da tale principio, ossia il voto multiplo e le azioni senza diritto di voto. Solo successivamente, infatti, la legge 216 del 1974 consentì alle società quotate di emettere azioni del tutto prive del diritto di voto ma assistite da speciali privilegi patrimoniali in sede di ripartizione degli utili e di liquidazione della società (cosiddette "azioni di risparmio").

Questa interpretazione letterale e logico-sistematica dell'art. 2351 del codice civile del 1942, d'altronde, trovava puntuale riscontro anche in una interpretazione

70 Come si è visto in precedenza l'art. 164 del Codice di Commercio del 1882 (R.D. 31 ottobre 1882, n. 1062) attribuiva la facoltà agli statuti di conferire diritti diversi agli azionisti. Esso, infatti, prevedeva che "Le azioni devono essere di eguale valore, e conferiscono ai loro possessori eguali diritti, se non è stabilito diversamente nell'atto costitutivo, salvo però ad ogni azionista il diritto di voto nelle assemblee generali".

71 Sul punto cfr. Casella, 1973, p. 426.

72 Secondo La Sala (2011, p. 13) per le società per azioni di diritto comune il periodo che va dal codice civile del 1942 all'ultima riforma del diritto societario del 2003, si è caratterizzato non solo "per avere lasciato insoluto l'interrogativo circa la possibilità d'istituire delle deviazioni dal voto proporzionale, ad esempio attraverso modelli di tipo scalare. Essa si caratterizza anche e soprattutto per il progressivo abbandono del principio, sancito in modo inderogabile dal codice di commercio, di necessaria attribuzione del voto a ciascun azionista". L'Autore ricorda anche (a p. 12, nota 43) come prima della riforma del 2003 una parte della dottrina riteneva legittima l'introduzione del voto a scalare negli statuti di società per azioni: Asquini, 1961, p. 933; Calvosa, 1999, p. 164 e 176; Ferri, 1987, p. 465; Lamandini, 2001, p. 25; Sanfilippo, 2000, p. 371; e, seppur in termini dubitativi: Sacchi, 1991, p. 309. Contrari a detta opinione si erano dichiarati invece: Angelici, 1992, p. 148; Frè e Sbisà, 1997, p. 364; Sena, 1961, p. 258; Weigmann, 1993, p. 606.

di tipo storico della norma, come si evince sia dai citati progetti di riforma del codice di commercio del 1882 sia dai lavori preparatori del codice civile del 1942⁷³.

4 Le deviazioni dal principio “un’azione – un voto” nell’attuale ordinamento italiano

In Italia il processo di standardizzazione della partecipazione azionaria, cui si è fatto cenno nel paragrafo precedente, si è arrestato (e anzi, ha fatto registrare una sorta di “inversione di tendenza”) con la riforma del diritto societario del 2003, con la quale il Legislatore, nel quadro della globalizzazione dei mercati e della sempre più spinta concorrenza tra gli ordinamenti⁷⁴, ha voluto attribuire ai privati una più ampia autonomia statutaria.

Infatti, l'art. 4, comma 6, della Legge Delega della Riforma del diritto societario (L. 3 ottobre 2001, n. 366) aveva espressamente indicato come uno dei principali obiettivi relativi alla disciplina delle azioni quello di prevedere “*la possibilità, i limiti e le condizioni di emissione di strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi*”. Tale obiettivo, declinato nella Legge delegata (D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6), ha determinato una forte erosione del principio di stretta proporzionalità tra numero di azioni possedute e numero di voti attribuiti al possessore all'interno delle società per azioni.

A seguito della Riforma del 2003, il codice civile oggi consente alle società di emettere, oltre alle azioni ordinarie:

- a) azioni assegnate ai soci in modo non proporzionale alle quote del capitale sociale sottoscritto (art. 2346, comma 4);

73 Così, in primo luogo, il Progetto Vivante di riforma del codice di commercio del 1920 (la cfr. riportata, seppur solo parzialmente, in Riv. dir. comm., 1920, I, p. 100 e ss. e 259 e ss.), all'art. 210, prevedeva che “*se lo statuto non dispone diversamente, ogni azione dà diritto ad un voto*”, così consentendo agli statuti di derogare alla regola generale di diretta proporzionalità tra numero di azioni possedute e numero di voti attribuiti (Cfr. Padoa Schioppa, 1992, pp. 236 e 237). Nello stesso senso si esprimeva anche l'art. 204 del Progetto D'Amelio⁷³ secondo cui “*l'atto costitutivo o lo statuto può determinare il numero dei voti spettanti nelle assemblee generali ai soci che posseggono più di una azione*” a condizione però – precisava l'art. 169 – che “*in qualunque caso ogni azionista (abbia) diritto ad un voto (...)*”. (V. CODICE DI COMMERCIO, vol. I, Progetto, Roma, 1925). La Relazione che seguì al Progetto D'Amelio (curata da D'Amelio, Arcangeli, Asquini, Bolaffio, Bonelli, Janniti e Frè) affermava testualmente che le innovazioni in esso contenute in tema di diritto di voto, erano volte all’ “*abbandono delle norme dell'art. 157 codice vigente, circa il computo scalare dei voti in relazione al numero delle azioni possedute dai singoli soci, norme che è meglio rimettere agli statuti*” (art. 204). Analogamente nella Relazione illustrativa del Guardasigilli al Progetto Asquini del 1940 si leggeva che “*per quanto concerne l'esercizio del diritto di voto si è riconosciuto che l'atto costitutivo può determinare il numero dei voti spettanti ai soci che posseggono più di una azione*” (Codice di commercio, Progetto ministeriale, Roma, 1940, par. 49). Infine, sia all'art. 305 delle Bozze provvisorie del Codice Civile (Istituto Poligrafico dello Stato, Roma, 1941), sia all'art. 224 dei Lavori Preparatori al Codice Civile, fermo restando il principio secondo cui ogni azione attribuisce il diritto di voto, veniva stabilito che “*l'atto costitutivo può determinare il numero dei voti spettanti ai soci che posseggono più di una azione*” (La Libreria dello Stato, Roma, 1942, anno XX, vol. IV). Ulteriore prova del fatto che il Legislatore del 1942 con l'articolo 2351 c.c. avesse voluto riconoscere all'azionista possessore di una sola azione soltanto il diritto di votare ma non anche il diritto ad un voto per ogni azione posseduta, pare potersi desumere dalla comparazione dell'art. 2351 c.c. con le altre norme dettate dal codice civile per gli altri tipi di società in tema di diritto di voto.

74 Cfr. M. VIETTI, 2003, p.19 e ss.

- b) categorie di azioni ulteriori rispetto a quelle tipizzate dalla legge e fornite di diritti amministrativi e/o patrimoniali diversi anche per quanto riguarda l'incidenza delle perdite; in tal caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie (art. 2348, comma 2)⁷⁵;
- c) per le sole società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, azioni con diritto di voto limitato a una misura massima o scaglionato (art. 2351, comma 3)⁷⁶;
- d) azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti o subordinato al verificarsi di determinate condizioni non meramente potestative (art. 2351, comma 2): in quest'ultimo caso il voto non è più ancorato all'unità di partecipazione in sé, bensì a una fattispecie più complessa rispetto alla quale l'essere socio è solo uno degli elementi costitutivi, essendo altresì necessario il realizzarsi dell'evento dedotto in condizione⁷⁷;
- e) azioni correlate ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore⁷⁸ (art. 2350);
- f) azioni prive del diritto di voto, eventualmente anche senza privilegi di natura patrimoniale (art. 2351); in precedenza, come detto, questa facoltà era consentita solo alle società quotate⁷⁹;

75 Uno strumento finanziario che si pone in una posizione intermedia tra le azioni ordinarie e le azioni di risparmio (oltreché alle obbligazioni convertibili) sono le cosiddette "azioni sviluppo", create sulla base delle opportunità individuate dalla riforma del diritto societario con gli artt. 2348 e 2351 del codice civile. Tali azioni mirano a favorire l'apertura delle imprese italiane al mercato dei capitali di rischio, temperando sia l'esigenza degli imprenditori di mantenere il controllo della società sia la protezione del mercato e dei soci di minoranza. Per un primo inquadramento dell'istituto cfr. Chieffi e Bruno, 2009, p. 788; Bruno e Rozzi, 2008, p. 832 e Palmieri, 2008, p. 325. In particolare, le azioni possono essere emesse da società quotate e non quotate nelle quali la maggioranza del capitale ordinario sia detenuto, anche indirettamente, da un'unica persona fisica o da un gruppo di persone fisiche legate tra loro da rapporti familiari; non hanno diritto di voto; sono assistite da un privilegio patrimoniale consistente in una maggiorazione percentuale rispetto al dividendo distribuito alle azioni ordinarie, da definire al momento dell'emissione; si convertono automaticamente in azioni ordinarie alla perdita della maggioranza del capitale della società emittente da parte del soggetto controllante di diritto e al determinarsi (per qualsivoglia motivo) delle condizioni per un'Opa obbligatoria; per effetto della conversione in azioni ordinarie, diventano oggetto di OPA obbligatoria.

76 Con il tetto massimo viene prestabilita una soglia massima oltre la quale non vengono riconosciuti diritti di voto, qualunque sia l'entità complessiva della partecipazione. Con il voto a scalare si introduce una regola di incremento dei diritti di voto programmata in misura meno che proporzionale rispetto al numero di azioni possedute da ogni singolo socio.

77 Le azioni a voto condizionato, di regola, tendono a rendere più omogenea la compagine sociale e a favorire la formazione di un indirizzo imprenditoriale unitario tra i soci. Esse assolvono una funzione in parte analoga ai limiti alla circolazione delle azioni collegati a requisiti soggettivi/oggettivi predeterminati nello statuto (clausole di gradimento non mero), tesi soprattutto a riservare la partecipazione all'attività decisionale ai soli soggetti allineati a standard predefiniti (Ascarelli, 1952, p. 233; Libonati, 1983, p. 228 e ss.; Santosuosso, 1993, p. 229 e ss.; Stanghellini, 1997, p. 65 e ss.).

78 Si tratta di un tipo di azione, mutuata dall'esperienza statunitense delle *tracking stocks* o *targeted stocks*, che si connota anche per la possibilità di attribuire un diritto di voto multiplo, nonché un diritto di liquidazione al verificarsi di determinati presupposti (quali situazioni oggettive come il mancato pagamento dei dividendi o la diminuzione della capitalizzazione dell'emittente, ovvero situazioni il cui accertamento è rimesso alla discrezionalità dell'organo competente; maggiori dettagli nel seguito). Esse sono fornite, appunto, di diritti "correlati" ai risultati dell'attività sociale svolta in un determinato settore e che devono emergere da apposita rendicontazione. Cfr. Bruno e Rozzi, 2008, p. 832 e 843. Benché siano considerate come azioni ordinarie, esse si prestano a una graduazione del diritto di voto, poiché la società, nell'esercizio dell'autonomia statutaria, può privarle di tale diritto, ovvero dotarle di voto limitato a particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni.

g) strumenti finanziari diversi dalle azioni e forniti di diritti patrimoniali o partecipativi, con la possibile nomina di un amministratore indipendente, di un sindaco o di un membro del consiglio di sorveglianza (artt. 2346, 2349 e 2351).

È stato, invece, ribadito il divieto di emettere azioni a voto plurimo (art. 2351, comma 4, c.c.)⁸⁰.

La Riforma del 2003, oltre a introdurre più ampie e diversificate opzioni di deroga alla regola "un'azione - un voto" (che in precedenza avevamo scomposto in tre corollari: nessun voto senza azione, nessuna azione senza voto e divieto del voto plurimo), offre diversi spunti di riflessione in materia.

In primo luogo, il Legislatore italiano ha, per la prima volta, modificato la regola secondo cui il voto è attribuito solo alle azioni (nessun voto senza azioni)⁸¹: volendo moltiplicare le forme di raccolta di risorse economiche da parte delle società per azioni, ha, infatti, consentito alle stesse di riconoscere il diritto di voto, seppur solo su singoli argomenti, anche ai portatori di strumenti finanziari diversi dalle azioni (cfr. artt. 2346, comma 6, 2349, comma 2 e art. 2351, comma 5, c.c.).

In secondo luogo, ha ampiamente derogato al corollario "nessuna azione senza voto", laddove ha esteso a tutte le società per azioni (e non più solo a quelle quotate) la facoltà di emettere azioni senza voto; ha introdotto la possibilità di limitare il voto a taluni argomenti posti all'ordine del giorno della società; ha introdotto la possibilità di subordinare il voto al rispetto di condizioni non meramente potestative (art. 2351, comma 2, c.c.); ha consentito la possibilità di creare categorie speciali di azioni fornite di diritti diversi sia di natura amministrativa (diritto di voto, ecc.) sia di natura patrimoniale (diritto agli utili, ecc.); ha previsto la possibilità di introdurre statutariamente il sistema di voto scalare o tetti massimi al diritto di voto⁸².

In sostanza, rispetto al Codice del 1942, il Legislatore ha mantenuto solo il divieto di emettere azioni a voto multiplo, lasciando, invece, totale libertà agli statuti nell'introduzione di regole alternative di attribuzione del diritto di voto e dei diritti

79 Come detto, la legge 216 del 1974, aveva introdotto in Italia le azioni di risparmio per le società quotate, formalizzando così la figura del "socio investitore", interessato al risultato economico dell'investimento, distinta da quella dell' "azionista imprenditore", interessato alla gestione dell'impresa. Successivamente, il Testo Unico della Finanza (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58), all'art. 145, da un lato, ha ribadito che "le società italiane con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea possono emettere azioni prive del diritto di voto, dotate di particolari privilegi di natura patrimoniale", mentre, dall'altro lato, ha previsto che sia l'atto costitutivo a determinare "il contenuto del privilegio, le condizioni, i limiti, le modalità e i termini per il suo esercizio" e a stabilire "altresì i diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie o di risparmio", riconoscendo così alla società una più ampia autonomia statutaria. L'art. 2351 ha, peraltro, aperto in dottrina un dibattito in merito alla possibilità che le società quotate possano o meno emettere (e quotare) azioni senza diritto di voto che non si qualificano come «azioni di risparmio», ossia che si connotano soltanto per il mancato riconoscimento del diritto di voto senza prevedere alcuna compensazione patrimoniale (come, invece, stabilito dall'art. 145 del Tuf). Contrari alla tesi della compatibilità tra le azioni di risparmio e le azioni senza voto sono: Santoro, 2003, p. 148; Santosuosso, 2003, p. 85; Tombari, 2002, p. 1074. Favorevoli alla tesi della compatibilità: Notari, 2006, p. 593; Civitelli, 2004, p. 507; Blandini, 2004, p. 487; Presti, 2004, pp. 221-223; Abriani, 2004, p. 321.

80 Sulla scelta effettuata dal Legislatore cfr., per tutti: Lamandini, 2002, p. 142; Abriani, 2002, p. 146 e ss. e Angelici, 2006, p. 1683 e ss.

81 La Sala, 2011, p. 17; Campobasso, 1969, p. 78; Ferri, 1990, p. 199; Rivolta, 1965, p. 270.

82 Sul punto si rinvia all'ampia trattazione di La Sala, 2011.

patrimoniali, nonché di emettere categorie speciali di azioni fornite di diritti diversi. L'effetto combinato di tali due deroghe ha indotto parte della dottrina ad affermare che, a seguito della riforma del 2003, il principio "un'azione - un voto" avrebbe oramai assunto un valore meramente dispositivo e residuale⁸³.

La contrapposizione tra tali due tipi di deroghe appare evidente se si pensa che, mentre la creazione di diverse categorie di azioni ha sostanzialmente la finalità di ampliare la gamma di strumenti utilizzabili dalla società per azioni per raccogliere mezzi freschi sul mercato, i sistemi non proporzionali di voto "*non sempre sono capaci di attrarre ulteriore capitale di rischio e possono talora produrre un effetto negativo sulla propensione all'investimento dei soci*"⁸⁴.

Se si osserva il rapporto tra azioni e diritti sociali dall'angolo prospettico delle categorie azionarie, è indubbio che l'ordinamento assegna all'autonomia statutaria ampi poteri di modulare il contenuto della partecipazione. L'eliminazione del divieto di creare azioni prive di voto e la soppressione dell'obbligo di bilanciare l'attenuazione del voto con il riconoscimento di un trattamento preferenziale sul piano economico, l'introduzione del duttile modello dell'azione a voto condizionato, nonché l'espressa previsione di azioni postergate nella partecipazione alle perdite, indicano nel complesso una chiara tendenza del Legislatore a liberalizzare il rapporto tra potere e rischio. L'ordinamento, in tal modo, sembrerebbe allinearsi agli orientamenti emersi da tempo nei paesi di *common law*, dove la separazione del potere dal rischio è ritenuta un fenomeno fisiologico, in quanto corrispondente alla naturale dissociazione tra chi dispone di risorse economiche e chi possiede le capacità imprenditoriali per massimizzarne il valore.

Dall'analisi delle deviazioni dal principio "un'azione - un voto" emerge al contempo un'evidenza piuttosto netta circa la tipologia di forme di separazione del potere dal rischio ammesse dal nostro ordinamento. Il sistema, infatti, contempla numerose fattispecie di rischio senza potere. Ossia di ipotesi in cui il rischio partecipativo è sopportato dal socio nonostante questi non abbia un potere corrispondente d'influenzare l'agire della società (azioni senza voto, a voto limitato, a voto condizionato, tetto massimo, voto scalare). Viceversa, il divieto di azioni a voto multiplo testimonierebbe una diffidenza e una resistenza normativa decisamente maggiore nei confronti dell'opposto fenomeno del potere senza rischio.

In definitiva, nonostante il significativo rafforzamento dell'autonomia statutaria, permangono nell'ordinamento alcune regole inderogabili che impediscono di riconoscere un potere di voto, se non entro limiti piuttosto stringenti, dove non vi sia una compartecipazione al rischio residuale. La libertà di conformare la struttura finanziaria della S.p.a., in altri termini, si arresta quando il voto non è sostenuto da alcun rischio⁸⁵.

83 Angelillis e Vitali, 2008, p. 472; Calvosa, 2006, p. 202; D'Attorre, 2007, p. 144; Giampaolino, 2004, p. 170; Lucantoni, 2005, p. 323; Pomelli, 2008, p. 510; Sciuto e Spada, 2004, p. 32 nt 56; Spada, 2004, p. 45; Stagno D'Alcontres, 2004, p. 303.

84 La Sala, 2011, p. 21.

85 Abriani, 2010, p. 303 e ss..

5 Il principio “un’azione – un voto” in una prospettiva comparata

Il principio “un’azione – un voto” rappresenta un tema di fondamentale importanza anche a livello internazionale.

Il citato studio del 2007 promosso dalla Commissione Europea in tale area⁸⁶, dopo aver preso in esame le diverse modalità con cui l’attribuzione del diritto di voto viene declinato nelle società quotate di sedici Stati membri dell’Unione Europea, oltre che negli Stati Uniti, in Australia e Giappone, evidenzia come la disciplina del diritto di voto nelle società per azioni assuma connotati molto differenti nei diversi paesi.

Nessuno degli ordinamenti presi in esame nel suddetto studio risulta adottare il principio “un’azione – un voto” in maniera rigida. Diversi paesi (tra cui Danimarca, Francia, Gran Bretagna, Ungheria, Olanda, Finlandia, Svezia, Stati Uniti e Giappone) consentono alle società di avere azioni a voto multiplo; in Svezia, Olanda, Finlandia e Danimarca, il principio di eguaglianza tra diritti di voto e capitale posseduto, benché codificato, assume carattere relativo e non assoluto, poiché le società possono prevedere nei propri statuti differenti categorie di azioni anche con diritti di voto multiplo. Alcuni paesi prevedono divieti ai tetti al possesso azionario (Finlandia, Svezia e Giappone). Solo cinque paesi (Francia, Irlanda, Italia, Finlandia e Regno Unito) consentono l’emissione di azioni prive del diritto di voto senza benefici compensativi di natura patrimoniale, mentre ciò è richiesto, invece, in tutti gli ordinamenti extra-europei presi in esame dalla ricerca.

Gli ordinamenti che ammettono azioni a voto plurimo, a ogni modo, prevedono anche limiti all’emissione di tali strumenti o all’esercizio dei relativi diritti di voto. Ad esempio, può essere previsto un limite al numero di voti attribuibili a ogni azione (per esempio, due in Francia, dieci in Danimarca, Ungheria e Svezia) e al peso delle azioni a voto plurimo sul capitale sociale; inoltre, l’esercizio del diritto di voto plurimo può essere limitato, in occasione dell’adozione di determinate deliberazioni assembleari per le quali siano richieste maggioranze qualificate, mediante taluni meccanismi correttivi (Danimarca, Finlandia, Svezia).

L’evidenza empirica mostra un’elevata diffusione di strutture di capitale con classi differenziate di azioni nelle società dei paesi nord-europei (in genere, una doppia categoria di azioni, di cui una con voto plurimo e una con voto singolo, oppure una con voto singolo e una senza diritto di voto, entrambe quotate e aventi i medesimi diritti patrimoniali) e, in particolare, in Svezia (Figura 1).

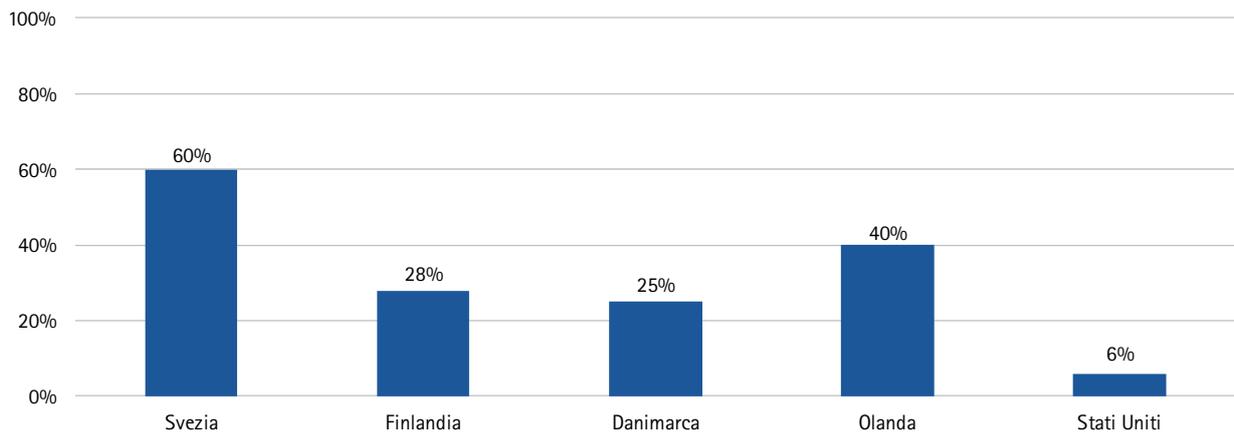
A tale ultimo riguardo, il *Companies Act* svedese sancisce il principio di proporzionalità⁸⁷, ma ammette deviazioni dallo stesso, prevedendo la possibilità di emettere su base statutaria differenti classi di azioni anche caratterizzate dal voto multiplo. Ai sensi del cap. 4, sez. 5, infatti, un’azione speciale può arrivare a pesare

86 Cfr. Report on the proportionality principle in the European Union (2007), cit. nota 2.

87 Cap. 4 (*The shares Classes of shares*), (*Equality principle*), sez. 1, *Swedish Companies Act* (di seguito, “SCA”): “All shares shall carry equal rights in the company, unless otherwise provided in sections 2–5”.

fino a dieci volte rispetto a un'azione ordinaria in termini di diritti di voto⁸⁸. A fronte della possibilità di emissione di azioni a voto multiplo, il sistema svedese prevede, tuttavia, maggioranze qualificate per l'adozione di determinate delibere assembleari (ad esempio, le modifiche allo statuto possono essere adottate solo se si raggiungono i due terzi della totalità dei voti e delle azioni rappresentate in assemblea⁸⁹).

Fig. 1 – Peso delle società con diverse classi di azioni



Fonte: Bank of America Merrill Lynch.

In Olanda, invece, ai sensi degli artt. 2:118⁹⁰ (per le società di tipo aperto) e 2:228⁹¹ (per le società di tipo chiuso) del *Dutch Civil Code*, in linea di principio, ogni

88 Cap. 4, (*Differences in voting rights*) sez. 5, SCA: "No share may carry voting rights which are more than ten times greater than the voting rights of any other share".

89 Cap. 7, (*General meetings*), (*Majority requirement for resolutions to alter the articles of association*) sez. 42, SCA: "Unless otherwise prescribed in sections 43–45, a resolution regarding alteration of the articles of association shall be valid where supported by shareholders holding not less than two-thirds of both the votes cast and the shares represented at the general meeting".

90 Art. 2:118 (*Right to vote at the General Meeting; number of votes to be cast*), *Dutch Civil Code* (di seguito "DCC"), "1. Only shareholders have a right to vote. Each shareholder has at least one vote. The articles of incorporation may provide that a shareholder is not entitled to exercise his voting rights as long as he fails to comply with a requirement (obligation) imposed on him by law or the articles of incorporation.- 2. If the authorized share capital is divided into shares of an equal nominal amount, each shareholder may cast as many votes as he holds shares. 3. If the authorized share capital is divided into shares of an unequal nominal amount, the number of votes that may be cast by each shareholder is equal to the total nominal amount of his shares divided by the nominal amount of the smallest share issued by the Corporation; parts of votes are neglected. - 4. Nevertheless, the number of votes to be cast by one and the same shareholder may be limited in the articles of incorporation, provided that shareholders who hold the same nominal amount of shares must be entitled to cast the same number of votes, and that such limitation is not more favourable for shareholders holding a large nominal amount of shares than for shareholders holding a smaller nominal amount of shares. - 5. It is possible to derogate in another way from the provisions of paragraph 2 and 3 in the articles of incorporation, provided that no more than six votes are granted to one single shareholder if the authorized share capital is divided into one hundred shares or more, and that no more than three votes are granted to one single shareholder if the authorized share capital is divided into less than one hundred shares...".

91 Art. 2:228 (*Right to vote at the General Meeting; number of votes to be cast*), DCC: "1. Only shareholders have a right to vote. Each shareholder has at least one vote. The articles of incorporation may provide that a shareholder is not entitled to exercise his voting rights as long as he fails to comply with a requirement (obligation) imposed on him by law or the articles of incorporation.- 2. If the share capital is divided into shares of an equal nominal amount, each shareholder may cast as many votes as he holds shares. - 3. If the share capital is divided into shares of an unequal nominal amount, the number of votes that may be cast by each shareholder is equal to the total nominal amount of his shares divided by the nominal amount of the smallest share issued by the Corporation; parts of votes are neglected. - 4. It is possible to derogate in the articles of incorporation from paragraph 2 and 3. Such an arrangement in the Articles of incorporation shall apply to all resolutions of the General Meeting. A resolution for the amendment of the articles of incorporation concerning a change in the voting right, may be passed only with a majority of votes in a

azione attribuisce almeno un voto. Però, essendo possibile per le società emettere azioni con voto plurimo, i diritti di voto devono essere proporzionati al valore nominale che rappresentano: una società può quindi emettere categorie di azioni diverse tra loro per valore nominale, fermo restando che il diritto di voto multiplo può essere attribuito solo alle azioni il cui valore nominale è a sua volta multiplo (e nella stessa misura) del valore delle azioni ordinarie, mentre le frazioni di voto non vengono conteggiate⁹². Tale criterio determina, in sostanza, una proporzionalità tra capitale e voto.

In tali ordinamenti, la libertà contrattuale di emettere azioni a voto multiplo deve, in ogni caso, essere accompagnata da rigorose regole di trasparenza (l'utilizzo di azioni a voto multiplo e altri meccanismi di rafforzamento del controllo devono essere comunicati integralmente agli azionisti e al mercato) e dal riconoscimento di diritti alle *minorities*, con *quorum* rafforzati per l'adozione di determinate delibere assembleari.

Di seguito, vengono analizzati in maggiore dettaglio gli ordinamenti di paesi con tradizioni legali più vicine a quello italiano, ossia quello francese e quello tedesco (in base al quale non è possibile emettere azioni a voto plurimo) e, infine, l'ordinamento statunitense.

5.1 L'esperienza del "voto doppio" in Francia

Per lungo tempo, e sino al 1933, l'ordinamento francese ha consentito agli statuti delle società per azioni (*sociétés anonymes*) la possibilità di emettere azioni a voto plurimo (azioni che arrivavano ad attribuire al socio anche diverse decine di voti per ciascuna di esse). In tal modo, la legge francese ha permesso - analogamente a quanto accadeva in quegli anni anche in Italia - a determinati gruppi di azionisti, generalmente ai soci fondatori, di mantenere il controllo delle assemblee tramite uno strumento (il voto multiplo appunto) capace di difenderli da eventuali scalate ostili da parte di società estere.

Con la legge del 13 novembre 1933, è stato sancito a livello normativo il principio generale di proporzionalità tra numero di azioni possedute e numero di voti attribuiti ai soci, facendo così scomparire dall'ordinamento le azioni a voto plurimo⁹³.

General Meeting in which the entire issued share capital is represented. - 5. The articles of incorporation may specify, in derogation from paragraph 1 up to and including 4, that no voting right in the General Meeting is attached to shares. Such an arrangement can be made only with regard to all shares of a certain type (class) or indication of which all shareholders have given their consent to such arrangement or of which, prior to the issuance of these shares, the articles of incorporation already provided that no voting right in the General Meeting is attached to these shares. The shares shall be mentioned in the articles of incorporation as shares without voting right...".

92 Nel caso della quotata ABN AMRO Group, il capitale sociale è composto da diverse classi di azioni di diverso valore nominale. Le azioni di classe A hanno un valore nominale pari a 1 Euro e ciascuna attribuisce cento voti. Le azioni di classe B hanno un valore nominale pari a 0,01 Euro e ciascuna di esse attribuisce un voto (cfr. "The ordinary shares have a nominal value of one euro (EUR 1) each. The Class B ordinary shares have a nominal value of one euro cent (EUR 0.01) each ...Each ordinary share shall entitle to one hundred votes. Each Class B ordinary share shall entitle to one vote...").

93 Nel diritto francese, la legge del 13 novembre 1933 prevedeva che "dans les assemblées des actionnaires, le droit de vote attaché aux actions est obligatoirement proportionnel à la quantité du capital souscrit qu'elles représentent

Ancora oggi, nell'ordinamento francese vige tale principio di proporzionalità⁹⁴, ma accanto a esso è stata altresì riconosciuta all'autonomia statutaria la facoltà di attribuire un voto doppio alle azioni subordinatamente al ricorrere di alcune condizioni, prima tra tutte il possesso delle azioni per un certo periodo di tempo. Attualmente, oltre la metà delle società dell'indice CAC40 fanno uso del meccanismo del voto doppio (Tavola 1)⁹⁵.

A livello normativo, l'art. L225-123, comma 1, del *Code de commerce* (di seguito, "Cdc") prevede che, sulla base dello statuto o di una deliberazione assembleare straordinaria, possa essere attribuito un voto doppio alle azioni nominative e interamente liberate, purché detenute per un periodo di tempo non inferiore a due anni⁹⁶; tant'è che alcune società prevedono un termine superiore ai due anni⁹⁷.

Il comma 2 del medesimo art. L225-123 del Cdc prevede, inoltre, che, in caso di aumento di capitale con incorporazione di riserve, benefici o premi di emissione, per le azioni di nuova emissione troveranno applicazione le medesime regole inerenti al voto valevoli per le azioni già detenute da ogni singolo azionista: pertanto, l'azionista che già possiede azioni con diritto di voto doppio, in virtù del possesso prolungato per più di due anni, avrà diritto a un voto doppio anche in relazione alle azioni di nuova emissione connesse alle precedenti⁹⁸.

respectivement...". L'art. 6 della legge del 1933 prevedeva due sole eccezioni al principio di proporzionalità: nelle società miste con azionariato pubblico e nelle società con azionariato straniero. La prima eccezione era volta «à réserver à une élite de techniciens, de financiers ou d'hommes d'affaires le contrôle de la société, pour le plus grand profit de tous les actionnaires et dans l'intérêt de la nation»; la seconda era, invece, finalizzata a «éviter qu'elle [l'entreprise] ne devienne l'apanage de capitalistes ou d'hommes d'affaires étrangers». Sul tema, cfr. Merle, 2013, p. 374. Lo stesso Autore rileva come l'emissione di azioni a voto plurimo è tuttora ammessa nelle S.A.S.; a tale riguardo, cfr. altresì Adenas, Wooldridge, 2009, 172.

94 Art. L225-122, comma 1, Cdc: "*Sous réserve des dispositions des articles L. 225-10, L. 225-123, L. 225-124, L. 225-125 et L. 225-126, le droit de vote attaché aux actions de capital ou de jouissance est proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent et chaque action donne droit à une voix au moins. Toute clause contraire est réputée non écrite*".

95 Si segnala come sia attualmente in discussione in Francia un disegno di legge volto, da un lato, a consentire una più diffusa applicazione del diritto di voto doppio a favore degli azionisti che detengono azioni di una società da più di due anni e, dall'altro (in virtù di un emendamento appositamente presentato) di attribuire un diritto di voto triplo all'azionista che detiene il titolo per più di cinque anni, cfr. *Proposition de loi visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à l'emploi industriel*, N. 1037, del 15 maggio 2013.

96 Art. L225-123, comma 1, Cdc: "*Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, peut être attribué, par les statuts ou une assemblée générale extraordinaire ultérieure, à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire*".

97 Ad esempio, l'art. 23 dello statuto di LVMH prevede l'attribuzione di un voto doppio dopo tre anni di iscrizione nominativa delle azioni in capo allo stesso azionista: "...2. *Le droit de vote attaché aux actions est proportionnel au capital qu'elles représentent. À égalité de valeur nominale, chaque action de capital ou de jouissance donne droit à une voix. Toutefois, un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité du capital qu'elles représentent, est attribué : - à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis trois ans au moins, au nom du même actionnaire ...*". In tal modo, la famiglia Arnault riesce a detenere il 62,4% dei diritti di voto a fronte del 46,5% del capitale.

98 Art. L225-123, comma 2, Cdc: "*En outre, en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, le droit de vote double peut être conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit*". Cfr., ad esempio, l'art. 23 dello statuto di LVMH: "...un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité du capital qu'elles représentent, est attribué :...- aux actions nominatives attribuées à un actionnaire, en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit".

Tav. 1 – Diffusione delle azioni a voto doppio tra le società componenti l'indice CAC40

società	settore	market cap	raddoppio del diritto di voto	holding period richiesto
ACCOR SA	consumer services	6.005	✓	2y
AIR LIQUIDE SA	materials	27.912		
ALCATEL-LUCENT	technology	2.786	✓	3y
ALSTOM	capital goods	8.050		
ARCELORMITTAL	materials	20.713		
AXA SA	insurance	25.752	✓	2y
BNP PARIBAS	banks	37.168		
BOUYGUES SA	capital goods	6.526	✓	2y
CAP GEMINI	software & services	4.658		
CARREFOUR SA	consumer staples	10.570	✓	2y
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN	capital goods	17.165	✓	2y
CREDIT AGRICOLE SA	banks	9.800		
DANONE	food & beverage	34.328	✓	2y
EADS NV	capital goods	24.834		
EDF	utilities	29.610		
ESSILOR INTERNATIONAL	health care	14.167	✓	2y
FRANCE TELECOM SA	telecommunication	27.787		
GDF SUEZ	utilities	39.512		
LAFARGE SA	materials	8.672	✓	2y
LEGRAND SA	capital goods	6.810	✓	2y
L'OREAL	beauty & household	55.305		
LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUITTON	luxury	63.691	✓	3y
MICHELIN (CGDE)	auto	10.223	✓	4y
PERNOD-RICARD SA	beverage	21.032	✓	10y
PEUGEOT SA	auto	3.199	✓	4y
PPR	retailing	16.043	✓	2y
PUBLICIS GROUPE	media	7.121	✓	2y
RENAULT SA	auto	10.337		
SAFRAN SA	capital goods	11.729	✓	2y
SANOFI	pharmaceuticals	77.760	✓	2y
SCHNEIDER ELECTRIC SA	capital goods	25.935	✓	2y
SOCIÉTÉ GENERALE	banks	14.109	✓	2y
ST MICROELECTRONICS NV	semiconductors	4.049		
TECHNIP SA	energy	9.548	✓	2y
TOTAL SA	energy	85.443	✓	2y
UNIBAIL-RODAMCO SE	real estate	13.133		
VALLOUREC	capital goods	5.608	✓	4y
VEOLIA ENVIRONNEMENT	utilities	5.812		
VINCI SA	capital goods	20.034		
VIVENDI	telecommunication	17.618		

Fonte: Bank of America Merrill Lynch.

Infine, il comma 3 dell'art. L225-125 dispone che la regola del voto doppio debba trovare applicazione solo a favore degli azionisti di nazionalità francese o di uno Stato membro dell'Unione Europea o di uno Stato facente parte dell'accordo relativo allo Spazio economico europeo (cosiddetto SEE⁹⁹).

Ai sensi dell'art. L225-124 del Cdc, il diritto di voto doppio decade automaticamente nel momento in cui l'azione viene convertita in azione al portatore o trasferita in proprietà. In altri casi, invece, come nel caso di successione, liquidazione della comunione di beni tra coniugi o donazione *inter vivos* e di fusione o scissione societaria (sempre che lo statuto non disponga diversamente al riguardo), il trasferimento non comporta la decadenza del diritto di voto doppio già acquisito né interrompe il termine per acquisirlo¹⁰⁰.

Per quanto riguarda i limiti all'utilizzo del voto doppio, il comma 1 dell'art. L225-125 del Cdc prevede che gli statuti possano limitare il numero di voti di cui ogni azionista può disporre in assemblea, a condizione che detta limitazione sia imposta a tutti i soci, a prescindere dalla categoria di azioni possedute (ordinarie o speciali)¹⁰¹. Tuttavia, gli effetti di tale limite statutario sono sospesi a partire dalla prima assemblea generale che ha luogo successivamente alla chiusura di un'offerta pubblica di acquisto, qualora l'offerente, da solo o di concerto, venga a detenere una determinata frazione del capitale o dei diritti di voto dell'emittente fissata per via regolamentare, almeno uguale a quella richiesta per la modifica dello statuto e nel

99 Art. L225-123, comma 3, Cdc: "Le droit de vote prévu aux premier et deuxième alinéas ci-dessus peut être réservé aux actionnaires de nationalité française et à ceux ressortissant d'un Etat membre de la Communauté européenne ou d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen".

100 Art. L225-124, Cdc: "Toute action convertie au porteur ou transférée en propriété perd le droit de vote double attribué en application de l'article L. 225-123. Néanmoins, le transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible ne fait pas perdre le droit acquis et n'interrompt pas le délai mentionné au premier alinéa de l'article L. 225-123. Il en est de même, sauf stipulation contraire des statuts de la société ayant attribué le droit de vote double, en cas de transfert par suite d'une fusion ou d'une scission d'une société actionnaire. La fusion ou la scission de la société est sans effet sur le droit de vote double qui peut être exercé au sein de la ou des sociétés bénéficiaires, si les statuts de celles-ci l'ont institué". Cfr., ad esempio, l'art. 23 dello Statuto di LVMH: «" Ce droit de vote double cessera de plein droit pour toute action convertie au porteur ou transférée en propriété. Néanmoins, ne fait pas perdre le droit acquis et n'interrompt pas le délai de trois ans ci-dessus mentionné, tout transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs, au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible. Il en est de même en cas de transfert par suite d'une fusion ou d'une scission d'une société actionnaire".

101 Secondo Merle (2013, p. 374), la possibilità di limitare i diritti di voto in assemblea, in origine, era stata prevista come mezzo per proteggere i piccoli azionisti, ma è stata raramente utilizzata a tale scopo e più spesso usata come meccanismo di difesa dalle scalate ostili in società ad azionariato diffuso. L'art. 26 dello statuto della Danone, ad esempio, prevede che in assemblea ogni azionista non possa esprimere più del 6% del numero totale dei diritti di voto attribuiti a ciascuna azione della società. Tuttavia, se egli dispone di diritti di voto doppi, il limite fissato potrà essere oltrepassato, senza però eccedere il 12% del numero totale dei diritti di voto attribuiti a ciascuna azione della società. Tali limiti decadono allorché un soggetto, da solo o di concerto, venga a detenere almeno i due terzi del numero totale delle azioni della società in seguito ad un'offerta sulla totalità delle azioni della società (" - en Assemblée Générale, aucun actionnaire ne peut exprimer, par lui-même et par mandataire, au titre des droits de vote simple attachés aux actions qu'il détient directement et indirectement et aux pouvoirs qui lui sont donnés, plus de 6 % du nombre total des droits de vote attachés aux actions de la société; toutefois s'il dispose en outre, à titre personnel et/ou comme mandataire, de droits de vote double, la limite ainsi fixée pourra être dépassée en tenant compte exclusivement des droits de vote supplémentaires qui en résultent, sans que l'ensemble des droits de vote qu'il exprime ne puisse excéder 12% du nombre total des droits de vote attachés aux actions de la société").

limite di tre quarti¹⁰².

Da un punto di vista strettamente giuridico, le *loyalty shares* francesi non rappresentano una categoria speciale di azioni, bensì un mero sistema di attribuzione del diritto di voto, che aggiunge alla regola della proporzionalità un'altra regola, ossia quella di attribuzione di un voto doppio alle azioni possedute per un certo periodo di tempo. Il diritto al voto doppio, infatti, viene attribuito a tutti gli azionisti che posseggano azioni ordinarie per più di due anni¹⁰³, tant'è che l'azione perde il voto doppio nel momento stesso in cui essa viene ceduta. Per questa ragione, il diritto è da considerarsi più una caratteristica collegata al titolare che non al titolo stesso¹⁰⁴.

102 Art. L225-125, comma 1, Cdc: *"Les statuts peuvent limiter le nombre de voix dont chaque actionnaire dispose dans les assemblées, sous la condition que cette limitation soit imposée à toutes les actions sans distinction de catégorie, autres que les actions à dividende prioritaire sans droit de vote. Les effets de la limitation mentionnée à l'alinéa précédent, prévue dans les statuts d'une société qui fait l'objet d'une offre publique et dont des actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé, sont suspendus lors de la première assemblée générale qui suit la clôture de l'offre lorsque l'auteur de l'offre, agissant seul ou de concert, vient à détenir une fraction du capital ou des droits de vote de la société visée par l'offre supérieure à une quotité fixée par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, au moins égale à celle requise pour modifier les statuts, et dans la limite des trois quarts"*.

103 La peculiarità delle azioni a voto doppio rispetto alle azioni a voto plurimo è stata posta con evidenza nel rapporto Lepetit del 2005 (Jean-François Lepetit, *Rapport du groupe de travail sur la transposition de la directive concernant les offres publiques d'acquisition*, 27 giugno 2005, di seguito "Rapporto Lepetit"), in materia di trasposizione della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 concernente le offerte pubbliche di acquisto (di seguito, "Direttiva OPA"). In particolare, con riferimento alla soppressione dei diritti di voto plurimi, al fine dell'adozione di misure di difesa da parte dell'assemblea in occasione di un'offerta pubblica di acquisto, di cui agli artt. 9 e 11 della Direttiva OPA, si rappresenta che i "titoli con diritto di voto plurimo" sono definiti nella stessa Direttiva come "titoli inclusi in una categoria distinta e separata e che danno diritto a più di un voto" (cfr., art. 2, comma 1, lett. g), della Direttiva OPA). Le azioni a voto doppio "alla francese", invece, non costituiscono una "categoria distinta e separata". Piuttosto, esse rappresentano una ricompensa per la fedeltà dell'azionista e ogni azione ordinaria (se lo statuto lo prevede) è suscettibile di attribuire al suo titolare un diritto di voto doppio dopo almeno due anni. In conclusione, le azioni a voto doppio "alla francese" non ricadrebbero, secondo quanto rappresentato nel Rapporto Lepetit, nell'ambito di applicazione dell'art. 11 della Direttiva OPA ("Il est important de noter que la suppression des droits de vote "multiple" ne vise que certaines actions définies par la directive comme des "titres inclus dans une catégorie séparée et distincte et conférant chacun plus d'une voix. Les actions à droit de vote double "à la française" ne constituent pas une telle "catégorie séparée et distincte": en effet, le droit de vote double récompense, en France, la fidélité de l'actionnaire et toute action ordinaire est susceptible (si les statuts de la société émettrice de l'action le prévoient) de procurer à son détenteur un droit de vote double après au moins deux années de détention ininterrompue. En outre, l'action perd son droit de vote double lorsqu'elle est cédée: ce droit est ainsi une caractéristique attachée au détenteur et non au titre lui-même. Le groupe de travail constate que les actions à droit de vote double "à la française" n'entrent pas dans le champ d'application de l'article 11 dont l'éventuelle transposition serait par conséquent sans incidence sur le mécanisme de fidélisation des actionnaires souhaité par le législateur français").

104 Si segnala come qualche anno fa si è riaperto in Francia il dibattito sulla necessità o meno di tornare alla regola di stretta proporzionalità tra azioni possedute e numero di voti attribuiti (così abbandonando la regola del "voto doppio"), a seguito della pubblicazione, da parte della Commissione Europea, del rapporto sul principio di proporzionalità nell'Unione Europea (*Report on the Proportionality Principle in the European Union*, cit. nota 2). Interessante sul punto è la posizione che ha assunto all'epoca la Camera del Commercio e dell'Industria di Parigi (CCIP), opponendosi con forza all'introduzione a livello europeo del principio di proporzionalità e sostenendo che il concetto di democrazia societaria non implica l'introduzione di una rigorosa proporzionalità tra la detenzione del capitale e dei diritti di voto per tutte le società europee (cfr. « *Une action = Une voix* », *Faut-il imposer une égalité entre participation au capital et détention du pouvoir?*, *Rapport de Monsieur Dominique Norguet présenté au nom de la Commission du droit de l'entreprise et de la Commission économique, financière et fiscale et adopté à l'Assemblée générale du 24 mai 2007*, di seguito anche "Rapporto Norguet"). Sulla base dell'analisi condotta dalla CCIP, inoltre, non è dimostrato che la presenza di eccezioni alla regola "un'azione - un voto" determini un impatto economico negativo, sia a livello del mercato azionario che a livello di singole imprese. Secondo la CCIP, la libertà di organizzazione dell'impresa e di investimento dovrebbero prevalere sulla tentazione di imporre indiscriminatamente alle società quotate europee il principio "un'azione-un voto. Dovrebbe essere il mercato stesso, secondo il Rapporto Norguet, a determinare l'adesione o meno delle società al principio di proporzionalità tra rischio e controllo e, se del caso, i legislatori e i regolatori nazionali dovrebbero correggere situazioni eccessive (Rapporto Norguet, p. 11 e ss.). Nell'esaminare tali que-

Tutto ciò considerato, al pari di altri meccanismi che derogano al principio "un'azione - un voto", il diritto di voto doppio deve, in ogni caso, essere oggetto di particolare trasparenza.

A tale riguardo, ai sensi dell'art. R210-4 del Cdc, al momento della costituzione di una società per azioni, lo statuto deve contenere le informazioni relative alle condizioni di ammissione alle assemblee degli azionisti e dell'esercizio del diritto di voto, comprese le condizioni di attribuzione del diritto di voto doppio¹⁰⁵.

Inoltre, come previsto dall'art. R123-108 del Cdc, il deposito di atti, deliberazioni o decisioni che modificano gli atti depositati al momento della costituzione, includono, tra l'altro, per le sole società per azioni, la copia del verbale dell'assemblea generale degli azionisti che istituisce il diritto di voto doppio¹⁰⁶.

Ai sensi dell'art. L225-100-3 del Cdc, la relazione annuale degli amministratori di società con azioni ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato, oltre a descrivere, tra l'altro, le informazioni sulla struttura del capitale della società, deve specificare l'identità dei possessori di titoli che conferiscono diritti speciali di controllo (unitamente a una descrizione di tali diritti) e le restrizioni al diritto di voto e al trasferimento delle azioni contenute nelle statuto¹⁰⁷, spiegando, nel caso, se tali elementi siano suscettibili di avere un impatto in caso di offerta pubblica di acquisto.

L'attribuzione di azioni a voto doppio, evidentemente, incide anche sugli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti. Come previsto dall'art. L233-7 del Cdc, qualsiasi persona fisica o giuridica, da sola o di concerto, che acquisti, direttamente o indirettamente, oltre il 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 33,3%, 50%, 66,6%, 90% o il 95% del capitale o dei diritti di voto di una società francese quotata (o che scenda al di sotto di una qualsiasi di tali soglie), deve effettuare una comunicazione alla società e all'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari (AMF), entro il termine previsto dal regolamento generale¹⁰⁸. Gli statuti possono prevedere anche obblighi supplementari di comunicazione di superamento della soglia, sia in aumento

stioni, la CCIP rappresenta la specificità delle azioni a voto doppio "alla francese" rispetto alle azioni a voto multiplo: *i)* in primo luogo, per il fatto che esse non costituiscono una classe di azioni separata dalle azioni ordinarie, in quanto non sono legate al titolo, ma alla "qualità" dell'azionista; in secondo luogo, *ii)* esse incentivano il coinvolgimento effettivo degli azionisti e vanno viste come un "premio di fedeltà" accordato ai soci stabili.

105 Art. R210-4, Cdc : "...S'il s'agit d'une société par actions, l'avis contient en outre les indications suivantes : 1° Les conditions d'admission aux assemblées d'actionnaires et d'exercice du droit de vote, notamment les conditions d'attribution du droit de vote double ...".

106 Art. R123-105, Cdc : "Le dépôt prévu au premier alinéa de l'article R. 123-105 inclut également pour les seules sociétés par actions :...2° La copie du procès-verbal de l'assemblée générale des actionnaires instituant un droit de vote double ...".

107 Art. 225-100-3, Cdc : "Pour les sociétés dont des titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, le rapport visé à l'article L. 225-100 expose et, le cas échéant, explique les éléments suivants lorsqu'ils sont susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique : 1° La structure du capital de la société ; 2° Les restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou les clauses des conventions portées à la connaissance de la société en application de l'article L. 233-11 ; ...; 4° La liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et la description de ceux-ci ...".

108 Art. 223-14, Règlement général dell'AMF : " I. - Les personnes tenues à l'information mentionnée au I de l'article L. 233-7 du code de commerce déposent leur déclaration auprès de l'AMF, avant la clôture des négociations, au plus tard le quatrième jour de négociation suivant le franchissement du seuil de participation".

sia in diminuzione, per frazioni inferiori al 5%¹⁰⁹. Ai sensi dello stesso regolamento, le società dovranno, inoltre, pubblicare sul proprio sito internet, su base mensile, il numero totale dei diritti di voto e il numero delle azioni che compongono il capitale sociale, in caso di variazione rispetto alla pubblicazione precedente¹¹⁰.

Le modificazioni dei diritti attribuiti alle differenti categorie di azioni ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato devono essere pubblicate dall'emittente (che dovrà ugualmente pubblicare senza ritardo ogni modifica dei diritti concernenti gli strumenti derivati emessi su tali azioni). Dovrà altresì essere pubblicata qualsiasi modificazione delle condizioni di emissione suscettibili di avere un'incidenza diretta sui diritti dei portatori, nuove emissioni di debito e garanzie¹¹¹.

5.2 Il caso tedesco

Lo *Stock Corporation Act* tedesco (*Aktien Gesetz*, di seguito "AktG")¹¹² attribuisce il diritto di voto a ogni azione e, sebbene ammetta diverse classi di azioni¹¹³, non consente deviazioni da tale principio.

In particolare, la sez. 12 AktG non ammette l'emissione di azioni a voto plurimo. La disposizione che un tempo (previa autorizzazione ministeriale) consentiva alle società di emettere tali azioni è stata abrogata nel 1998, con l'entrata in vigore del *Control on Transparency in Business Act* (*Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich*, "KonTraG"), al fine di garantire la proporzionalità tra la quota di capitale detenuta in una società e i diritti di voto connessi a tale quota. Il mante-

109 Art. 233-7, Cdc : "III.-Les statuts de la société peuvent prévoir une obligation supplémentaire d'information portant sur la détention de fractions du capital ou des droits de vote inférieures à celle du vingtième mentionnée au I.L'obligation porte sur la détention de chacune de ces fractions, qui ne peuvent être inférieures à 0,5 % du capital ou des droits de vote ». Una simile previsione, ad esempio, è contenuta nell'art. 13 dello Statuto di Air France/Klm : "Sans préjudice des obligations de notification prévues à l'article L.233-7 du code de commerce, toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert venant à détenir directement ou indirectement 0,5 % au moins du capital ou des droits de vote de la société ou un multiple de ce pourcentage, est tenue d'informer la société, par lettre recommandée avec avis de réception, dans un délai de quinze jours à compter du franchissement de ce seuil de participation. La déclaration prévue à l'alinéa précédent est renouvelée chaque fois qu'un nouveau seuil de 0,5 % des droits de vote est franchi jusqu'à 50 %. Les déclarations mentionnées aux deux alinéas précédents sont également faites en cas de franchissement à la baisse des seuils ci-dessus mentionnés...".

110 Art. 223-16, Règlement général dell'AMF : "Les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen (Arrêté du 31 janvier 2011) « ou sur un système multilatéral de négociation organisé au sens de l'article 524-1 » publient, chaque mois, selon les modalités fixées à l'article 221-3, le nombre total de droits de vote, déterminé dans les conditions mentionnées au deuxième alinéa de l'article 223-11, et le nombre d'actions composant le capital social s'ils ont varié par rapport à ceux publiés antérieurement".

111 Article 223-21, Règlement général dell'AMF : "Sans préjudice des dispositions de la section 1 du présent chapitre, les émetteurs mentionnés à l'article 222-1 publient sans délai, dans les conditions et selon les modalités mentionnées à l'article 221-3: 1° Toute modification des droits attachés aux différentes catégories d'actions, y compris les droits attachés aux instruments dérivés émis par l'émetteur et donnant accès aux actions dudit émetteur; 2° Toute modification des conditions de l'émission susceptibles d'avoir une incidence directe sur les droits des porteurs des instruments financiers autres que des actions; 3° Les nouvelles émissions d'emprunt et les garanties dont elles seraient, le cas échéant, assorties...". Cfr. Couret e al., 2012, p. 1055.

112 *Stock Corporation Act*, AktG del 6 settembre 1965 (BGBl. I p. 1089) FNA 4121-1 e successive modifiche.

113 Sez.11 (Classes of Shares), AktG: "Shares may confer different rights, in particular with regard to the distribution of profits and assets. Shares conferring identical rights shall constitute one class". In dottrina, v. Cahn, Donald, 2010, p. 268; Rado, 2011, p. 22.

nimento della regola statutaria che, sino alla riforma del 1998, consentiva l'emissione di azioni a voto plurimo è stata comunque fatta salva per un periodo transitorio di cinque anni, ossia sino al 1° giugno 2003. È stato, inoltre, consentito alle società di mantenere tale regola anche successivamente allo spirare di tale termine, a condizione, però, che la stessa fosse stata confermata dall'assemblea dei soci con una delibera adottata a maggioranza di almeno tre quarti del capitale sociale (esclusi i possessori di azioni a voto multiplo)¹¹⁴.

L'ordinamento tedesco consente alle società non quotate di introdurre limiti statuari all'esercizio del diritto di voto (sez. 134, par. 1, AktG)¹¹⁵; nelle società quotate, viceversa, a ciascuna azione viene riconosciuto il diritto a un voto, eccetto nel caso in cui si tratti di azioni privilegiate senza diritto di voto¹¹⁶ (sez. 139 AktG). L'importo nominale complessivo di tali azioni, tuttavia, non può superare la metà del capitale sociale¹¹⁷. Il diritto di voto compresso nelle azioni privilegiate torna a ri-espandersi qualora la società non adempia gli obblighi patrimoniali nei confronti del titolare delle azioni: se il dividendo non viene pagato o non viene pagato in un certo anno e se l'importo degli arretrati non viene pagato il successivo anno insieme all'intero dividendo per il medesimo periodo, i titolari di azioni privilegiate hanno diritto di voto fino a quando l'importo complessivo non sia stato pagato. In tal caso, le azioni privilegiate sono computate nel calcolo della maggioranza richiesta dalla legge o dallo statuto (sez. 140, par. 2, AktG)¹¹⁸.

Ai sensi della sez. 141 AktG, eventuali determinazioni degli azionisti volte a limitare o eliminare i privilegi correlati alle azioni in esame richiedono il consenso dei titolari di tali azioni. Il consenso deve essere prestato attraverso una delibera speciale dei titolari delle azioni privilegiate, convocati in una riunione speciale. L'adozione della delibera assembleare richiede una maggioranza del 75% dei voti espressi. Allo stesso modo, la delibera assembleare di emissione di nuove azioni privilegiate, munite degli stessi benefici delle azioni privilegiate già emesse, richiede il consenso dei titolari di tali ultime azioni, espresso nelle stesse forme del consenso necessario alla limitazione o eliminazione dei privilegi. Tale consenso non è richiesto in caso di emissione riservata al momento in cui il privilegio è stato concesso o, se i diritti di

114 V. Cahn, Donald, 2010, p. 269. Sulle modifiche apportate all'AktG, in seguito all'emanazione del KonTraG, v. altresì Rado, 2011, p. 219; nonché Winkler, 2006, p. 76.

115 Sez. 134 (Voting Rights), AktG: "(1) Voting rights shall be exercised in proportion to the par value of shares. In case of a company not listed at a stock exchange, the articles may limit voting rights with respect to shareholders holding more than one share by setting a maximum par value or a sliding scale... Any limitation shall not be taken into account in the computation of a capital majority required by law or the articles". Cfr. Ferrarini, 2006. Per quanto riguarda i profili di trasparenza, ai sensi della sez. 289, par. 4, n. 2, e della sez. 315, par. 4, n. 2, del codice di commercio tedesco (Handelsgesetzbuch - HGB), le limitazioni ai diritti di voto devono essere menzionati nella relazione sulla gestione, che fa parte della relazione annuale della società.

116 V. Cahn, Donald, 2010, p. 269.

117 Sez. 139 (Nature), AktG: "(1) Shares that carry the benefit of a cumulative preference right with respect to the distribution of profits may be issued without voting rights (nonvoting preferred shares). (2) Non-voting preferred shares may be issued only up to an amount corresponding to half of the share capital".

118 Sez. 140 (Rights of Preferred Shareholders), AktG: "(2) If the preferred dividend is not paid or not paid in full in any given year and if the amounts in arrear are not paid in the next following year, together with the full preferred dividend for such year, the holders of preferred shares shall have voting rights until the amounts in arrear have been paid. In such case, the preferred shares shall also be taken into account in computing any capital majority required by law or the articles".

voto fossero successivamente esclusi, quando tale esclusione è stata effettuata, posto che, in qualsiasi caso, non vengano esclusi i diritti di sottoscrizione delle azioni privilegiate da parte dei titolari¹¹⁹.

5.3 Il caso statunitense

Il principio *"one share – one vote"* è rintracciabile in pressoché tutti gli ordinamenti statali americani¹²⁰. Allo stesso modo, però, tali ordinamenti prevedono deviazioni dal suddetto principio, contemplando la possibilità di emettere categorie speciali di azioni, diverse dalle ordinarie, anche sotto il profilo dei diritti di voto¹²¹.

119 Sez. 141 (Cancellation or Restriction of Preference Rights), AktG: "(1) Any resolution cancelling or restricting a preference right shall require the consent of the holders of preferred shares in order to be effective. (2) Any resolution to issue preferred shares that are to enjoy priority over or the same rights as non-voting preferred shares in respect of the distribution of profits or assets, shall also require the consent of the holders of preferred shares. Such consent shall not be required if such issue was expressly reserved when the preference right was granted or, if the voting rights were later excluded, when such exclusion was made, provided, in any such case, that the subscription rights of the holders of preferred shares are not excluded. (3) The holders of preferred shares shall, at a separate meeting, resolve on whether or not to grant such consent by separate resolution. Such resolution shall require a majority of not less than three-fourths of the votes cast. The articles may neither provide for any other majority nor prescribe any additional requirements. If the resolution to issue preferred shares which are to enjoy priority over or the same rights as non-voting preferred shares in respect of the distribution of profits or assets excludes the subscription rights of the holders of preferred shares to subscribe to such shares in whole or in part, § 186 (3) to (5) shall apply analogously to such resolution. (4) The shares shall carry voting rights if the preference is cancelled".

120 Easterbrook e Fischel, 1996, p. 88.

121 Ad esempio, secondo la legislazione del Delaware, adottata da molte *public companies* statunitensi, è previsto che le società possano emettere azioni a voto pieno, limitato o senza diritto di voto, se previsto nell'atto costitutivo o sulla base di delibere di emissione di tali categorie di azioni adottate dal consiglio di amministrazione in virtù dello stesso atto costitutivo (cfr. § 151, *Delaware General Corporation Law*, di seguito "DGCL", "(a) Every corporation may issue 1 or more classes of stock or 1 or more series of stock within any class thereof, any or all of which classes may be of stock with par value or stock without par value and which classes or series may have such voting powers, full or limited, or no voting powers, and such designations, preferences and relative, participating, optional or other special rights, and qualifications, limitations or restrictions thereof, as shall be stated and expressed in the certificate of incorporation or of any amendment thereto, or in the resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors pursuant to authority expressly vested in it by the provisions of its certificate of incorporation..."), restando, tuttavia, "un voto per ogni azione" la regola di base (cfr. § 212 DGCL, "(a) Unless otherwise provided in the certificate of incorporation and subject to § 213 of this title, each stockholder shall be entitled to 1 vote for each share of capital stock held by such stockholder ..."). Un altro ordinamento rilevante, quale quello newyorkese, prevede la possibilità di emettere azioni appartenenti a categorie speciali, con il limite, tuttavia, che almeno una categoria di azioni debba essere a voto pieno (cfr. § 501, *New York Code – Business Corporation*, "(a) Every corporation shall have power to create and issue the number of shares stated in its certificate of incorporation. Such shares may be all of one class or may be divided into two or more classes. Each class shall consist of either shares with par value or shares without par value, having such designation and such relative voting, dividend, liquidation and other rights, preferences and limitations, consistent with this chapter, as shall be stated in the certificate of incorporation. The certificate of incorporation may deny, limit or otherwise define the voting rights and may limit or otherwise define the dividend or liquidation rights of shares of any class, but no such denial limitation or definition of voting rights shall be effective unless at the time one or more classes of outstanding shares or bonds, singly or in the aggregate, are entitled to full voting rights, and no such limitation or definition of dividend or liquidation rights shall be effective unless at the time one or more classes of outstanding shares, singly or in the aggregate, are entitled to unlimited dividend and liquidation rights"). È orientato in tal senso anche il *Model Business Corporation Act* (MBCA), che influenza gran parte delle legislazioni statali americane, prevedendo la possibilità di emettere azioni a voto pieno, speciale, condizionato, limitato o escluso del tutto (cfr. §6.01, MBCA, "(c) The articles of incorporation may authorize one or more classes of shares that: (1) have special, conditional, or limited voting rights, or no right to vote, except to the extent otherwise provided by this Act ...").

Nell'ambito delle società quotate¹²², i *listing agreements*¹²³ e la disciplina delle borse hanno influito sulla regolamentazione della materia, determinando un'applicazione non sempre uniforme del suddetto principio con riguardo all'emissione di azioni a voto plurimo ("*multiple voting*" o "*super-voting shares*")¹²⁴ e senza diritto di voto ("*non-voting shares*").

A partire dai primi del 1900, in assenza di una specifica regolamentazione della materia, alcune grandi società statunitensi, come la *Dodge Brothers*¹²⁵, iniziarono a emettere azioni senza diritto di voto, consentendo ad alcuni azionisti di mantenerne il controllo pur detenendo partecipazioni di minoranza del capitale. A seguito delle critiche suscitate dall'utilizzo di "*non-voting stocks*"¹²⁶ e dalla concentrazione di partecipazioni di controllo in capo a intermediari finanziari, a cui seguì una crescente diffidenza del pubblico degli investitori, nel 1926 il Nyse rifiutò per la prima volta l'ammissione alle negoziazioni di azioni prive del diritto di voto¹²⁷. Successivamente, nel 1940, il Nyse adottò formalmente una regola generale contro la quotazione delle azioni senza diritto di voto ed estese nel tempo tale posizione restrittiva anche nei confronti delle azioni a voto limitato¹²⁸.

122 «Negli Stati Uniti, la disciplina applicabile alle società quotate risulta dalla «sovrapposizione» di tre distinte fonti normative: il diritto societario dello Stato in cui l'emittente è costituito, la disciplina federale (contenuta principalmente nel Securities and Exchange Act del 1934, nel Securities Act del 1933 e nelle disposizioni regolamentari emanate in attuazione di tali provvedimenti), e le regole previste dai mercati regolamentati nei quali gli strumenti delle società sono negoziati», così Ventruruzzo, 2002, p. 326.

123 È così chiamato "il «contratto di quotazione» che disciplina l'insieme delle condizioni e regole che le società quotande e quotate devono rispettare per ottenere e mantenere la quotazione ...". Negli USA, il rapporto che lega gli emittenti quotandi/quotati ai gestori delle principali borse americane assume fondamentale rilievo tra le fonti della disciplina delle società quotate. Dai primi listing agreements stipulati "caso per caso" tra borse ed emittenti, assimilabili a veri e propri accordi di diritto privato, si è passati all'emanazione, da parte delle borse, di requisiti e regole di carattere generale vincolanti per tutte le società quotate, e inoltre, dalla previsione di meri requisiti di natura economico finanziaria (relativi, ad esempio, alla redditività della società quotanda e al grado di diffusione tra il pubblico dei titoli dei quali si chiedeva l'ammissione alle negoziazioni), le borse nazionali hanno cominciato anche a richiedere il rispetto di norme di corporate governance. Cfr. Ventruruzzo, 2002, p. 325 e ss..

124 Da non confondere con il voto cumulativo (cd. "cumulative voting"), presente in alcune legislazioni statunitensi, "con cui si intende designare un meccanismo – simile al cd. voto di lista – per effetto del quale agli azionisti viene attribuito un numero di voti uguali a quello delle azioni detenute moltiplicato per il numero degli amministratori che devono essere eletti in contemporanea: nell'ipotesi in cui vi siano 5 amministratori da nominare e un azionista titolare di 100 azioni, quest'ultimo potrà esercitare il voto come se ne possedesse 500, potendo concentrare su uno dei candidati piuttosto che «spalmare» i propri voti su tutti o alcuni di essi", così Angelillis e Vitali, 2008, p. 380. Tale meccanismo sarebbe volto a tutelare gli azionisti di minoranza, consentendo loro di avere una rappresentanza in seno al consiglio di amministrazione, a differenza di altri meccanismi sempre a tutela delle minoranze, che mirano piuttosto a limitare i diritti di voto degli azionisti di maggioranza e controllo (come il cd. "voting cap" o lo stesso principio "one share – one vote"), così Kraakman et al., 2006, p. 69. Sul "cumulative voting", v. altresì, Davies, 2010, p. 227; Hansmann e Kraakman, 2004, p. 55.

125 La *Dodge Brothers Inc.* emise obbligazioni, azioni privilegiate e azioni prive del diritto di voto (di Classe A) per l'ammontare di 130 milioni di dollari, con l'effetto di concentrare il controllo in capo ad una banca d'investimento attraverso un pacchetto di azioni ordinarie (di Classe B), per un controvalore di soli 2,25 milioni di dollari (corrispondente a meno del 2% del capitale raccolto sul mercato). La società venne quotata sul NYSE nel 1925. Cfr. Bainbridge, 1991, p. 569; Seligman, 1986, p. 697. Cfr. altresì tra gli Autori italiani, Ferrarini, 2006, p. 14, Ventruruzzo, 2002, p. 338.

126 Cfr. Ripley, 1927.

127 Si trattava della quotazione delle azioni della *Fox Theatre Corporation*, cfr. Ventruruzzo, 2002, p. 339.

128 Cfr. Seligman, 1986, p. 699; Bainbridge, 1991, p. 569; v. altresì nella letteratura italiana, Ferrarini, 2006, p. 15; cfr. Ventruruzzo, 2002, p. 340, rappresenta che "[n]ello «Statement of Listing Requirements as to Preferred Stock Voting Rights», la borsa di New York dispone che non sarebbero in nessun caso state ammesse alla quotazione azioni prive del diritto di voto. Questa risoluzione non venne mai pienamente motivata, se non sulla base di argomentazioni al-

Tale approccio fu inizialmente condiviso dalle principali borse americane, anche se, in seguito, incominciarono a emergere orientamenti diversi innescati dalle dinamiche competitive fra le borse stesse; tant'è che numerose società con struttura azionaria "dual-class" riuscirono a ottenere la quotazione dei loro titoli sul Nasdaq e sull'Amex¹²⁹.

Il rigido approccio assunto dal Nyse rischiò quindi di rappresentare una concreta minaccia per la sua *leadership*, soprattutto a partire dagli anni ottanta, quando numerose società, nel tentativo di difendersi da scalate ostili, preferirono quotarsi sulle altre borse concorrenti, attratte dalla possibilità di emettere azioni senza diritto di voto o con voto plurimo¹³⁰. Fu nel 1984 che il Nyse, a fronte dell'emissione di una categoria di azioni a voto plurimo da parte della *General Motors* e del rischio che la stessa revocasse la propria quotazione per ottenere l'ammissione alla quotazione su altre borse, decise di non implementare la rigida regola del "one share – one vote". Due anni dopo, inoltre, fece richiesta alla Sec di poter modificare i propri *listing standards*, in modo da rendere meno rigida l'applicazione del suddetto principio, al fine di consentire la quotazione di azioni "dual class", qualora l'operazione fosse stata approvata dalla maggioranza degli amministratori indipendenti e dagli azionisti¹³¹.

La Sec non accolse le istanze del Nyse e nel 1988 adottò sul tema la *Rule 19c-4* quale *standard* uniforme applicabile a tutte le borse¹³². La *Rule 19c-4*, sebbene non recepì rigidamente il principio "one share – one vote", introdusse comunque il divieto per le società quotate o quotande di limitare o alterare i diritti di voto delle azioni in circolazione¹³³. Inoltre, con tale norma, la Sec individuò alcune fattispecie al ricorrere delle quali doveva (o non doveva) ritenersi compreso il diritto di voto degli azionisti. In particolare, ritenne ammissibili le operazioni di emissione di azioni con diritti di voto differenziati nell'ambito di IPO, l'emissione (successiva all'IPO) di nuove classi di azioni con diritti di voto non superiori a quelli delle azioni in circolazione, l'emissione di classi di azioni con diritti di voto non superiori a quelli delle azioni

quanto generiche, non supportate da una precisa tesi giuridica o economica. In diversi documenti pubblicati dal Nyse si è, ad esempio, affermato che le azioni prive del diritto di voto non potevano essere quotate in quanto tale diritto rappresenterebbe un «inherent right» dell'azionista, che tale possibilità sarebbe risultata contraria ai principi della «corporate democracy», incompatibile con «appropriate standards of corporate responsibility, integrity and accountability to shareholders».

129 Cfr. Ventoruzzo, 2002, p. 341, "Il caso che segnò l'inizio di questa divergenza regolamentare tra i mercati statunitensi si verificò in occasione della ristrutturazione finanziaria del gruppo Wang Laboratories. Il piano di risanamento predisposto dalla società prevedeva la quotazione di azioni di categoria A, dotate di un voto per azione, e di azioni di categoria B, alle quali sarebbe stato attribuito un decimo di voto per ogni azione (quindi un voto ogni dieci azioni). La famiglia Wang, titolare del controllo, avrebbe detenuto il 71% delle azioni a voto pieno e il 27% delle azioni a voto limitato. Il Nyse rifiutò di quotare la società, confermando la regola «one-share, one-vote». La società si rivolse allora all'Amex che diversamente dalla borsa newyorkese, ammise i titoli alle negoziazioni".

130 Secondo alcuni Autori, le azioni a voto multiplo non devono essere concepite necessariamente come misura difensiva, v. in tal senso Fischel, 1987, pp. 136-140. Altri, invece, hanno unanimemente interpretato l'emissione di azioni a voto multiplo come una tecnica di difesa per contrastare l'ondata di scalate avvenuta negli anni '80, ad es., Seligman, 1986, p. 10; Ruback, 1988, p. 153; Buxbaum, 1985, pp. 1713-1715; Dent, 1986, p. 726; Gordon, 1988, p. 4.

131 Ventoruzzo, 2002, p. 342.

132 Cfr. Bainbridge, 1991, p. 578.

133 Voting Rights Listing Standards; Disenfranchisement Rule, 53 Fed.Reg. 26,376, 26,394 (1988) ("Final Rule"), 17 CFR § 240.19c-4, "... with the effect of nullifying, restricting or disparately reducing the per share voting rights of holders of an outstanding class or classes of common stock of such issuer...".

esistenti nell'ambito di fusioni o acquisizioni¹³⁴. Erano, invece, da considerare non ammissibili, e come tali capaci di comprimere i diritti di voto degli azionisti esistenti, ad esempio, l'adozione da parte della società di "time-phased voting rights plans" (restrizioni al diritto di voto in base alla durata di detenzione delle azioni)¹³⁵, di "capped voting rights plans" (imposizione di tetti massimi ai diritti di voto)¹³⁶, l'emissione di "super voting stocks" o l'emissione di azioni con diritti di voto inferiori a quelli attribuiti dalle azioni ordinarie in circolazione in occasione di un'offerta di scambio¹³⁷.

Nel 1990, tuttavia, la *Rule 19c-4* fu abrogata per eccesso di potere da parte della Sec in seguito a una pronuncia della Corte di Appello del *District of Columbia*¹³⁸. Ciononostante, successivamente alla sentenza richiamata, sotto la spinta della Sec, le borse americane adottarono nei propri regolamenti una previsione simile alla *Rule 19c-4*, benché più flessibile in base alle esigenze dell'evoluzione dei mercati. In particolare, il divieto di emettere "super voting stocks" è stato confermato se e in quanto collegato a emissioni di nuove classi di azioni (viceversa, nelle società con strutture "dual class" già esistenti le stesse sono state considerate ammissibili)¹³⁹.

134 Cfr. Bainbridge, 1991, p. 583.

135 Tali programmi, di solito, implicano una ricapitalizzazione in cui tutti gli azionisti ricevono voto multiplo per le azioni detenute. Coloro che acquistano le azioni successivamente all'inizio del piano, avranno diritto ad azioni ordinarie, a meno che non detengano i titoli per un determinato periodo di tempo (solitamente tre o quattro anni).

136 Gli azionisti che acquistano azioni superiori ad un certo ammontare oltrepassando una soglia massima ("cap") di diritti di voto sono espropriati dei loro diritti di voto per la parte eccedente.

137 Cfr. Bainbridge, 1991, p. 579.

138 Cfr. *Business Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990), in cui i giudici ritennero che la SEC avesse agito "in excess of the Commission's authority under Sec. 19 of the Securities Exchange Act of 1934". Cfr. Bainbridge, 1991, p. 567. Per una ricostruzione recente della giurisprudenza delle Corti americane sulla potestà regolamentare della SEC, v. AL-Alami, 2013, p. 541.

139 Cfr. Nyse Listed Company Manual, § 313 (Voting Rights): "On May 5, 1994, the Exchange's Board of Directors voted to modify the Exchange's Voting Rights Policy, which had been based on former SEC Rule 19c-4. The Policy is more flexible than Rule 19c-4. Accordingly, the Exchange will continue to permit corporate actions or issuances by listed companies that would have been permitted under Rule 19c-4, as well as other actions or issuances that are not inconsistent with the new Policy. In evaluating such other actions or issuances, the Exchange will consider, among other things, the economics of such actions or issuances and the voting rights being granted. The Exchange's interpretations under the Policy will be flexible, recognizing that both the capital markets and the circumstances and needs of listed companies change over time. The text of the Exchange's Voting Rights Policy is as follows: Voting rights of existing shareholders of publicly traded common stock registered under Section 12 of the Exchange Act cannot be separately reduced or restricted through any corporate action or issuance. Examples of such corporate action or issuance include, but are not limited to, the adoption of time phased voting plans, the adoption of capped voting rights plans, the issuance of super voting stock, or the issuance of stock with voting rights less than the per share voting rights of the existing common stock through an exchange offer10 Companies with Dual Class Structures—The restriction against the issuance of super voting stock is primarily intended to apply to the issuance of a new class of stock, and companies with existing dual class capital structures would generally be permitted to issue additional shares of the existing super voting stock without conflict with this Policy...". Ai sensi delle Nasdaq Equity Rules, v. § IM-5640 (Voting Rights Policy): "The following Voting Rights Policy is based upon, but more flexible than, former Rule 19c-4 under the Act. Accordingly, Nasdaq will permit corporate actions or issuances by Nasdaq Companies that would have been permitted under former Rule 19c-4, as well as other actions or issuances that are not inconsistent with this policy. In evaluating such other actions or issuances, Nasdaq will consider, among other things, the economics of such actions or issuances and the voting rights being granted. Nasdaq's interpretations under the policy will be flexible, recognizing that both the capital markets and the circumstances and needs of Nasdaq Companies change over time. The text of the Nasdaq Voting Rights Policy is as follows: Companies with Dual Class Structures The restriction against the issuance of super voting stock is primarily intended to apply to the issuance of a new class of stock, and Companies with existing dual class capital structures would generally be permitted to issue additional shares of the existing super voting stock without conflict with this policy".

Le società americane che hanno utilizzato maggiormente le "multiple voting shares" sono riconducibili a gruppi familiari o a settori industriali specifici, come quello dei media (ad esempio, Washington Post, New York Time, News Corporation). Inoltre, anche varie *blue chips* dell'indice S&P500 presentano diverse categorie di azioni (ad esempio, Berkshire Hathaway, Comcast, Constellation Brands, CBS, Hershey, Nike, Ralph Lauren, UPS, Visa).

Le azioni a voto multiplo si sono diffuse anche tra le società operanti nel settore *high-tech* (quali Google, Facebook, LinkedIn, Groupon, Zynga, ecc.). Queste ultime si caratterizzano per avere una doppia struttura azionaria, che ha consentito ai soci fondatori (ritenuti i soggetti più qualificati in un'ottica di sviluppo e visione di lungo termine della società) di detenere il controllo senza avere la maggioranza del capitale. Le azioni a voto multiplo sono state un fattore essenziale, affinché i soci fondatori decidessero di quotare le azioni ordinarie di tali società. Le prime, invece, non vengono quotate; normalmente, esse sono mantenute in portafoglio dai soci fondatori (o da fondi di *private equity*), non sono trasferibili o sono convertite in azioni di classe ordinaria al loro trasferimento oppure in base a una cd. "sunset clause".

Ad esempio, Google, in occasione dell'IPO del 2004, ha emesso azioni *dual-class*, costituendo un modello per moltissime società del settore. I due soci fondatori (oltre ad alcuni *insiders* e investitori originari), sono titolari di azioni di classe B, che danno diritto a dieci voti per azione, non sono negoziabili e consentono a tali soggetti di mantenere il controllo della società (rappresentando il 56% circa dei voti); esse sono convertibili in azioni ordinarie di classe A, negoziabili, a cui è attribuito un voto¹⁴⁰.

Più recentemente, anche Facebook, che ha visto la quotazione nel 2012, ha creato una struttura azionaria divisa in due classi di azioni con voto diversificato. In seguito all'IPO, il socio fondatore, pur detenendo il 18% della proprietà azionaria, ha mantenuto il controllo sul 57% dei voti esercitabili in assemblea in virtù delle azioni speciali a voto plurimo dallo stesso detenute¹⁴¹.

140 Cfr. Fourth amended and restated certificate of incorporation of Google Inc. (2012), Art. IV, Section 2, "(a)Voting Rights ... (ii) Each holder of shares of Class A Common Stock shall be entitled to one (1) vote for each share of Class A Common Stock held as of the applicable date on any matter that is submitted to a vote or for the consent of the stockholders of the Corporation. (iii) Each holder of shares of Class B Common Stock shall be entitled to ten (10) votes for each share of Class B Common Stock held as of the applicable date on any matter that is submitted to a vote or for the consent of the stockholders of the Corporation...". Sulla base di una delibera del consiglio di amministrazione di modifica dell'atto costitutivo, Google ha emesso nell'aprile del 2012 un'ulteriore categoria di azioni di classe C, utilizzabili nelle acquisizioni e come pagamento di dividendi, ugualmente negoziabili e con gli stessi diritti delle azioni di classe A, ma senza diritto di voto. L'emissione della classe C di azioni è stata, tuttavia, oggetto di una causa intentata da alcuni azionisti (tra cui un fondo pensione del Massachusetts) contro i soci fondatori di Google, sulla base del fatto che tale ricapitalizzazione avrebbe fatto accresciuto il controllo degli stessi sulla società arrecando un danno finanziario alle azioni ordinarie in circolazione. I soci fondatori, dal canto loro, hanno giustificato l'emissione di tale ulteriore classe di azioni, deliberata su proposta di un comitato di amministratori indipendenti, in un'ottica antidualitativa, al fine di perseguire la politica di innovazione e di sviluppo di lungo periodo dell'azienda, in opposizione allo *short-termism* degli investitori. La *class action* è ancora pendente in attesa di un possibile *settlement*. Cfr. *Court of Chancery of The State of Delaware*, In re Google inc. Class C Shareholder Litigation (Consol. c.a. no. 7469-cs).

141 Cfr. *Eleventh Amended and Restated Certificate of Incorporation of Facebook Inc.* (2010), Art. IV: "A) Common Stock and Preferred Stock. 1. Classes of Stock. The Corporation is authorized to issue three classes of stock to be designated,

Tav. 2 Recenti IPO sul mercato americano di società con struttura di capitale comprendente diverse categorie di azioni

data	società	rapporto voti		diritti di voto		interesse econ.		sunset provision	detentori delle azioni a voto plurimo				
		classe A	classe B	classe A	classe B	classe A	classe B		fondatore	VC	P/E	emittente	altri
04/11/12	Oaktree Capital Group	1	10	3%	97%	22%	78%	9%	47%	--	--	--	43%
03/01/12	Yelp	1	10	1%	99%	12%	88%	10%	11%	38%	22%	--	29%
12/15/11	Zynga	1	7	2%	73%	14%	86%	10%	38%	24%	8%	3%	27%
11/17/11	Manning Et Napier	1	0	100%	0%	50%	50%	25%	100%	--	--	--	--
11/03/11	Groupon	1	150	64%	36%	100%	0%	--	100%	--	--	--	--
07/19/11	Zillow	1	10	16%	84%	65%	35%	--	100%	--	--	--	--
06/23/11	KiOR	1	10	6%	94%	39%	61%	--	--	96%	--	--	4%
05/23/11	Yandex	1	10	7%	93%	44%	56%	5%	29%	--	13%	--	70%
05/18/11	LinkedIn	1	10	2%	98%	19%	81%	10%	24%	20%	21%	--	35%
04/13/11	TMS International	1	10	5%	95%	33%	67%	10%	--	--	87%	--	13%
04/13/11	Arcos Dorados Holdings	1	5	24%	76%	62%	38%	20%	100%	--	--	--	--
03/31/11	GNC Holdings	1	1	97%	3%	97%	3%	--	--	--	100%	--	--
02/10/11	Kinder Morgan	10	1	99%	1%	88%	12%	--	40%	--	--	--	60%
12/15/10	Swift Transportation	1	2	40%	60%	57%	43%	--	100%	--	--	--	--
12/01/10	FXCM	1	1	21%	79%	21%	79%	--	60%	12%	--	8%	20%
11/16/10	Booz Allen Hamilton Hold.	1	1	100%	0%	98%	2%	--	--	--	100%	--	--
10/19/10	TAL Education Group	1	10	2%	98%	16%	84%	5%	64%	--	19%	--	17%
07/21/10	Ameresco	1	5	20%	80%	56%	44%	20%	100%	--	--	--	--
07/21/10	Green Dot	1	10	2%	98%	16%	84%	10%	15%	43%	--	--	43%
07/14/10	SMART Technologies	1	10	5%	95%	36%	64%	10%	34%	22%	44%	--	--
03/23/10	MaxLinear	1	10	3%	97%	24%	76%	--	25%	53%	--	--	22%
03/23/10	First Interstate BancSystem	1	5	7%	93%	27%	73%	20%	9%	--	--	--	91%
03/11/10	Crude Carriers	1	10	39%	61%	87%	13%	14%	100%	--	--	--	--
03/09/10	Baltic Trading	1	15	16%	84%	75%	25%	10%	100%	--	--	--	--
02/02/10	Ironwood Pharmaceuticals	1	10	2%	98%	20%	80%	25%	--	39%	--	--	58%
11/04/09	Hyatt Hotels	1	10	3%	97%	25%	75%	15%	81%	--	18%	--	2%
10/06/09	Verisk Analytics	1	1	65%	35%	65%	35%	--	--	--	11%	37%	52%
09/23/09	Artio Global Investors	1	1	64%	36%	64%	36%	--	--	--	--	--	100%
08/11/09	Emdeon	1	1	77%	23%	77%	23%	--	--	--	85%	--	15%
02/10/09	Mead Johnson Nutrition	1	10	5%	95%	36%	64%	--	--	--	--	100%	--
<i>mediana</i>				<i>12%</i>	<i>84%</i>	<i>42%</i>	<i>58%</i>	<i>10%</i>	<i>62%</i>	<i>38%</i>	<i>22%</i>	<i>23%</i>	<i>32%</i>
<i>media</i>				<i>30%</i>	<i>69%</i>	<i>48%</i>	<i>52%</i>	<i>13%</i>	<i>61%</i>	<i>39%</i>	<i>44%</i>	<i>37%</i>	<i>39%</i>

Fonte: Bank of America Merrill Lynch.

respectively, "Class A Common Stock," "Class B Common Stock" and "Preferred Stock."... Except as expressly provided by this Restated Certificate or as provided by law, the holders of Series A, Series B, Series C, Series D and Series E Preferred Stock shall have the right to ten (10) votes for each share of Class B Common Stock into which such Series A, Series B, Series C, Series D and Series E Preferred Stock could then be converted, and with respect to such vote, such holder shall have full voting rights and powers equivalent to those of the holders of Class B Common Stock ...".

La Tavola 2 riassume le più recenti operazioni di IPO di società USA con strutture azionarie *dual class*.

6 Le deviazioni dal principio “un’azione – un voto” nelle società quotate italiane

Il ricorso da parte delle società quotate italiane a categorie di azioni che deviano dalla regola “un’azione – un voto” è oggi nel complesso alquanto circoscritto, dato il divieto di azioni a voto multiplo e il ridotto peso delle azioni prive del diritto di voto o con diritto di voto limitato (azioni privilegiate e di risparmio). L’interesse verso tali categorie di azioni, infatti, si è progressivamente ridotto nel corso del tempo, mentre non è mai emerso un particolare interesse verso strumenti alternativi (come le azioni sviluppo o le azioni correlate) introdotti dalla riforma del 2003. Continuano, invece, a essere diffusi strumenti di rafforzamento del controllo potenzialmente più opachi, come le strutture di gruppo piramidali¹⁴².

Nel seguito, si passerà in rassegna il grado di utilizzo dei principali strumenti di separazione della proprietà dal controllo da parte delle società quotate italiane, anche con riferimento alle ragioni che possono aver scoraggiato l’emissione di azioni prive del diritto di voto.

Le azioni senza voto erano ampiamente diffuse agli inizi degli anni novanta, quando 120 società, pari a circa il 43% delle società quotate, vi ricorreva e tali azioni avevano in media un peso pari al 14% del capitale sociale (dato al 1992; Tav. 3). Nel tempo, tuttavia, l’interesse manifestato dalle imprese nei confronti di tale strumento è andato scemando: alla fine del 2012 solo 32 società facevano ricorso ad azioni prive del diritto di voto e il loro peso era pari in media a circa il 5% del capitale sociale.

Tav. 3 – Utilizzo delle azioni prive del diritto di voto da parte delle società italiane quotate
(dati di fine periodo)

	utilizzo delle azioni di risparmio			utilizzo delle azioni privilegiate			totale		
	numero società	peso sul totale delle società quotate	peso sul capitale sociale	numero società	peso sul totale delle società quotate	peso sul capitale sociale	numero società	peso sul totale delle società quotate	peso sul capitale sociale
1992	104	36,9	10,8	25	8,9	3,2	120	42,6	14,0
1998	69	31,9	8,2	10	4,6	1,1	70	32,4	9,4
2007	34	11,4	5,5	6	2,0	1,1	37	12,5	6,6
2008	34	11,8	5,6	6	2,1	1,5	37	12,8	7,1
2009	36	12,9	5,6	6	2,2	1,5	38	13,6	7,1
2010	36	13,3	5,3	5	1,8	1,7	37	13,7	7,0
2011	36	13,8	5,5	6	2,3	1,5	37	14,2	7,0
2012	31	12,3	4,7	3	1,2	0,2	32	12,6	4,9

Fonte: Consob. Dati relativi alle società quotate sul segmento Mta gestito da Borsa Italiana spa.

142 Bebchuk et al. (2000) sottolineano la minore trasparenza delle strutture piramidali rispetto ad altri strumenti di separazione tra proprietà e controllo.

La riduzione del numero di società che emettono azioni prive del diritto di voto è dovuta sia a operazioni di fusione e *delisting*, ma anche e soprattutto a operazioni di conversione in azioni ordinarie. Le motivazioni che hanno spinto le imprese italiane a convertire le azioni di risparmio in azioni ordinarie sono diverse¹⁴³. In primo luogo, in concomitanza con l'entrata dell'Italia nell'Unione monetaria e la riduzione dei tassi di interesse, il costo delle azioni di risparmio, legato al privilegio nel dividendo, si è rivelato notevolmente più alto del costo del debito¹⁴⁴. Anche l'entrata in vigore del Testo Unico della Finanza ha indirettamente incentivato operazioni di conversione, poiché l'obbligo di OPA totalitaria al superamento della quota del 30% del capitale con diritto di voto e l'innalzamento del *quorum* per le delibere delle assemblee straordinarie dal 50% al 66,6% ha ridotto i rischi derivanti dalla diluizione della quota dell'azionista di controllo derivante dalla conversione di azioni di risparmio¹⁴⁵. Inoltre, le conversioni sono state probabilmente realizzate anche per assecondare le preferenze degli investitori istituzionali, sempre più presenti nel capitale delle società italiane, verso strutture di voto proporzionali¹⁴⁶.

Una tipologia di azioni per certi versi assimilabile alle azioni di risparmio, introdotta in seguito alle innovazioni della riforma del 2003 e finora rimasta pressoché

143 Bigelli, 2003; Bigelli et al., 2011.

144 È emblematico il caso di Cofide, che nel 2011 decise di convertire le azioni di risparmio in azioni ordinarie quando le prime erano negoziate sotto la pari, obbligando l'impresa a pagare un dividendo minimo pari al 5,7% (cfr. Bigelli, 2003, p.222).

145 Come evidenziato da Bigelli, 2003, p. 223, "poiché l'azionista di maggioranza detiene prevalentemente azioni ordinarie, una conversione di azioni di risparmio in ordinarie comporterebbe una diluizione della quota dei diritti posseduta. Tale diluizione è più facilmente sopportabile dopo le novità introdotte dal t.u.f. in tema di Opa obbligatoria e di quorum per le assemblee straordinarie. L'obbligo di Opa totalitaria qualora si superi la quota del 30% del capitale con diritto di voto e l'innalzamento del quorum per deliberare in assemblea straordinaria al limite minimo dei due terzi dei presenti (...) consentono di esercitare un sicuro controllo dell'impresa anche con quote di maggioranza relativa (...)".

146 Infatti, diversi studi confermano l'ostilità degli investitori istituzionali nei confronti di strutture di voto che deviano dal principio di proporzionalità. Amoako-Adu e Smith (2001) sottolineano come la pressione degli investitori istituzionali nel capitale delle imprese sia una delle principali ragioni sottostanti le operazioni di conversione delle azioni a voto limitato in Canada. Li et al. (2008) mostrano che gli investitori istituzionali, in particolare quelli che operano in un'ottica di lungo periodo, investono meno nelle imprese con struttura di voto non proporzionale. Gli autori trovano inoltre un aumento della partecipazione degli investitori istituzionali nel capitale delle imprese a seguito di operazioni di conversione. Maury e Pajuste (2011) trovano che le operazioni di conversione sono più frequenti nelle imprese con minori benefici privati del controllo, dove sono presenti investitori istituzionali e dove vi sono maggiori opportunità di crescita; inoltre evidenziano come il valore delle imprese cresca a seguito delle conversioni. Rispetto al caso svedese, dove vi è un ampio utilizzo di strumenti di separazione tra proprietà e controllo, Holmén (2011) analizza le conseguenze sul valore delle imprese derivanti dal venir meno nel 1993 del divieto da parte degli investitori stranieri di investire in società svedesi. Mentre prima di tale data le imprese dual class non erano valutate diversamente dalle altre, dopo il 1993 l'autore registra una riduzione del loro valore, non giustificata da un deterioramento delle performance o da una maggiore estrazione di benefici privati a danno delle minoranze. L'autore interpreta il risultato alla luce della diffidenza degli investitori stranieri nei confronti delle imprese che utilizzano *control enhancing mechanisms*, diffidenza non giustificata da una loro effettiva maggiore rischiosità. Pertanto, persino in paesi come la Svezia, dove il rischio di estrazione di benefici privati è considerato molto basso (cfr. Nenova, 2003; Dyck e Zingales, 2004), gli investitori istituzionali non gradiscono la deviazione dal principio di proporzionalità tra diritti patrimoniali e di voto. Un'ulteriore conferma in tal senso si evince, inoltre, dal citato "Report on the Proportionality Principle in the European Union" (2007) commissionato dalla Commissione Europea. In generale, gli investitori istituzionali intervistati hanno dichiarato la propria avversione verso tutti i meccanismi di rafforzamento del controllo, esprimendo una percezione maggiormente negativa per alcuni di essi, tra i quali le *golden shares*, i limiti al diritto di voto e le azioni a voto multiplo; queste ultime sono anche tra gli strumenti di separazione della proprietà dal controllo che incidono in misura più significativa sulle scelte di investimento.

inutilizzata¹⁴⁷, è rappresentata dalle già menzionate azioni sviluppo (cfr. nota 75).

Nell'intenzione dei promotori, le azioni sviluppo avrebbero dovuto conciliare l'esigenza dell'imprenditore, in particolare quello a capo di società medio-piccole, di ricorrere al mercato dei capitali per finanziare la crescita senza perdere il controllo¹⁴⁸ con l'esigenza di proporre ai risparmiatori una forma di investimento attraente. Per realizzare quest'ultimo obiettivo, e sulla base dell'esperienza maturata con riferimento alle azioni di risparmio, sono stati utilizzati alcuni accorgimenti tesi a rendere le azioni sviluppo più appetibili, con particolare riferimento ai privilegi patrimoniali, alla liquidità e alla previsione di meccanismi che dovrebbero far partecipare i titolari delle "azioni sviluppo" alla redistribuzione del premio di controllo. La definizione della compensazione patrimoniale, rimessa allo statuto, dovrebbe essere definita in termini di maggiorazione percentuale rispetto al dividendo attribuito alle azioni ordinarie (anziché, come accade per le azioni di risparmio, in funzione del valore nominale dell'azione). I problemi di liquidità, tipici delle azioni di risparmio, sarebbero evitati, da un lato, attraverso la previsione che tale categoria di azioni rappresenti non meno del 25% capitale ordinario e, dall'altro lato, dalla conversione automatica al verificarsi del presupposto di conversione. Infine, a differenza delle azioni di risparmio che non sono ricomprese nella nozione di "titoli" rilevante ai fini della disciplina dell'Opa, le azioni sviluppo dovrebbero partecipare alla distribuzione del premio di maggioranza in caso di cambio del controllo, poiché è stato loro attribuito un limitato diritto di voto, in modo tale da farle rientrare nel novero dei "titoli" sui quali deve essere promossa un'Opa nei casi disciplinati dagli artt. 106 e 108 Tuf; inoltre, per allineare il prezzo dell'Opa su tali azioni a quello offerto per le azioni ordinarie, se ne prevede la conversione in ordinarie, come già ricordato, al ridursi della quota di capitale ordinario detenuto dal soggetto controllante a un livello uguale o inferiore al 30% ovvero al determinarsi, per qualsiasi motivo, delle condizioni che impongono il lancio di un'Opa obbligatoria¹⁴⁹.

In realtà, proprio quest'ultima previsione è stata reputata potenzialmente in

147 Il 18 ottobre 2013 la società Isagro S.p.A. ha reso noto di volere dare il via ad un aumento di capitale, riservato a Gowan Company LLC (che entrerà nella struttura di controllo di Isagro con il 49%), con l'emissione di nuove azioni ordinarie e di sviluppo, finalizzato al rafforzamento della struttura finanziaria della società e alla semplificazione della sua struttura di controllo.

148 L'esigenza di introdurre questa categoria azionaria è legata anche alla peculiarità del tessuto produttivo nazionale e, in particolare, alla presenza di numerose società non quotate a medio-bassa capitalizzazione. L'aumento del capitale e la conseguente diluizione della maggioranza costituiscono un "pericolo" per il socio di controllo, esposto al rischio di una più intensa ingerenza da parte degli altri soci o di una perdita del proprio potere decisionale nella gestione aziendale; d'altro canto, i potenziali investitori non nutrono normalmente alcun interesse ad acquisire partecipazioni in società dove non esiste la possibilità di acquisire il controllo, soprattutto qualora sia forte il rischio che la conduzione effettuata dal socio-imprenditore possa non realizzare i risultati attesi (Vella, 2002).

149 In mancanza della conversione, infatti, il prezzo offerto agli "azionisti sviluppo" in un'Opa obbligatoria potrebbe risultare notevolmente inferiore, posto che, sulla base di quanto previsto dall'art. 106, 2° comma, Tuf, il prezzo di ciascuna delle categorie di azioni oggetto di Opa viene determinato con riferimento al più alto prezzo pagato dall'obbligato per le azioni di quella categoria o, in mancanza, con riferimento alla media dei prezzi di mercato: così, mentre per le azioni ordinarie si dovrebbe prendere come riferimento il prezzo pagato all'azionista di controllo, normalmente a premio sul prezzo di mercato delle stesse azioni ordinarie, per le "azioni sviluppo", verosimilmente non acquistate dall'offerente prima dell'Opa, ci si potrebbe limitare a riconoscere un prezzo pari alla media ponderata dei prezzi di mercato degli ultimi dodici mesi, quindi un prezzo probabilmente ancora più basso del prezzo di mercato delle azioni ordinarie (le azioni prive del diritto di voto o con diritto di voto limitato quotano, di norma, "a sconto" sulle azioni ordinarie).

contrasto con gli interessi degli stessi portatori delle azioni sviluppo nella misura in cui, rendendo più oneroso il cambio del controllo, potrebbe disincentivare i trasferimenti efficienti, ossia in grado di far aumentare il valore dell'impresa¹⁵⁰. Un altro aspetto di rilievo concerne la definizione dei criteri di conversione, allo scopo di contenere la possibilità di espropriazioni a danno dei portatori delle azioni sviluppo. Ad esempio, per prevenire possibili accordi elusivi tra soggetto promotore di un'Opa e socio di controllo, è opportuno prevedere che la conversione operi anche quando l'azionista controllante ceda, o si impegni a cedere all'offerente un numero di azioni ordinarie tale da fargli perdere il controllo di diritto¹⁵¹.

Data la scarsa diffusione di imprese *dual class*, in Italia la separazione tra proprietà e controllo si realizza soprattutto attraverso il ricorso a gruppi piramidali. La Tavola 4 evidenzia l'ampia diffusione dei gruppi piramidali o misti (gruppi nei quali esiste almeno una società quotata che ne controlla un'altra) tra le società quotate italiane. Alla fine del 2012, il 21% circa delle società quotate italiane, pari a circa il 59% della capitalizzazione complessiva, apparteneva a un gruppo piramidale o misto.

L'utilizzo di strumenti di rafforzamento del controllo, come le azioni senza voto o le strutture piramidali, determina un disallineamento tra diritti di voto e diritti ai flussi di cassa, permettendo all'azionista di maggioranza di controllare un numero di diritti di voto più che proporzionale rispetto all'investimento in capitale effettuato. La tavola 5 evidenzia la rilevanza di tale disallineamento per le società italiane quotate che fanno ricorso ad azioni senza voto o/e sono controllate da una società quotata. Il livello medio del *wedge* (differenza tra diritti di voto – *voting rights* – e diritti ai flussi di cassa – *cash flow rights*) è pari mediamente a circa il 19% del capitale sociale complessivo ed è particolarmente elevato nelle società con qualifica Star, per le quali in media i diritti di voto superano i diritti ai flussi di cassa per una quota pari al 25% del capitale sociale. Le società di maggiori dimensioni presentano al contrario livelli medi del *wedge* più bassi (pari al 14,3% nelle società del FtseMib e al 19,4% nelle società del FtseMib Cap).

Come si evince dalle Tavv. 6 e 7, la separazione tra proprietà e controllo è dovuta principalmente all'uso dei gruppo piramidali. Il *wedge* medio per le società controllate da un'altra società quotata e che non emettono azioni senza voto è pari al 26,3% del capitale sociale, mentre per le società che emettono azioni senza voto e che non appartengono a gruppi piramidali il valore del *wedge* scende a 6,4%.

150 Mengoli e Sandri (2008), *Chi si rivede: le azioni di risparmio!*, www.lavoce.info.

151 Chieffi (2010). L'autore evidenzia anche che si potrebbe prevedere che la conversione abbia luogo al sorgere di un obbligo di promuovere un'Opa obbligatoria (ad esempio, cessione del controllo da parte dell'imprenditore o della holding a favore di un terzo o modifiche rilevanti della compagine azionaria della società holding), ovvero nel caso in cui, per qualsiasi motivo, la partecipazione detenuta dal socio di maggioranza si riduca al di sotto del 50% + 1 azione del capitale sociale rappresentato da azioni ordinarie; si potrebbe altresì specificare che il caso in cui l'azionista di maggioranza aderisca a un'offerta pubblica di acquisto volontaria (art. 106, 4° comma, Tuf) o preventiva (art. 107 Tuf), promossa sulle azioni ordinarie della società, ricade nell'ipotesi della perdita del controllo di diritto. In quest'ultimo caso, infatti, la cessione del controllo avviene nell'ambito di un'opa "amichevole" alla quale il socio di controllo aderisce; prevedere che le "azioni sviluppo" si convertano per effetto dell'adesione, anche parziale, all'opa da parte dell'azionista di maggioranza (ancorché il relativo trasferimento sia differito a una data successiva) implica per l'offerente la necessità estendere l'offerta, a parità di condizioni, anche alle azioni ordinarie rivenienti dalla conversione, al fine di ottenere l'esenzione prevista dall'art. 106, 4° comma, Tuf (salvo che l'offerta sia stata promossa, *ab origine*, anche sulla totalità delle "azioni sviluppo").

Tav. 4 – Rilevanza dei gruppi nelle società quotate italiane
(dati di fine periodo)

	1998		2010		2011		2012	
	peso sul totale ¹	peso sulla capitalizzazione ²	peso sul totale ¹	peso sulla capitalizzazione ²	peso sul totale ¹	peso sulla capitalizzazione ²	peso sul totale ¹	peso sulla capitalizzazione ²
gruppo orizzontale	5,1	6,1	4,0	2,0	5,4	1,8	3,2	1,5
gruppo piramidale	36,1	75,0	16,0	43,0	15,4	45,4	16,3	54,3
di cui vertice	13,4	50,9	7,0	30,0	6,2	31,4	6,4	38,5
controllata	22,7	24,1	9,0	14,0	9,2	14,0	10,0	15,8
gruppo misto	2,8	3,2	4,0	16,0	4,6	17,1	4,4	4,5
di cui vertice	0,5	2,5	1,0	11,0	1,2	11,6	1,2	3,2
controllata	1,9	0,5	2,0	2,0	1,9	3,0	2,0	0,5
parte orizzontale	0,5	0,2	1,0	2,0	1,5	2,4	1,2	0,7
società stand-alone	56,0	15,6	76,0	39,0	74,6	35,8	76,1	39,7

Fonte: Consob. Dati relativi alle società quotate sul segmento Mta gestito da Borsa Italiana spa. Sono escluse le società che non emettono azioni ordinarie. Si definiscono gruppi orizzontali quei gruppi nei quali le società quotate non sono legate da rapporti di controllo ma sono riconducibili a un unico soggetto non quotato; si definiscono gruppi verticali quei gruppi nei quali esiste almeno una società quotata che ne controlla un'altra; si definiscono gruppi misti quei gruppi in cui è presente sia una componente orizzontale che una verticale. ¹ Peso in percentuale sul numero delle società italiane quotate. ² Peso in percentuale sulla capitalizzazione del capitale ordinario.

Tav. 5 – Differenza tra diritti di voto e diritti ai flussi di cassa (wedge) nelle società italiane quotate che emettono azioni senza voto e/o sono controllate da altre società quotate per indice di appartenenza
(situazione a fine 2012)

	numero società	peso sul totale delle società dell'indice	peso sulla capitalizzazione dell'indice	cash flow rights medi	voting rights medi	wedge medio
Ftse Mib	12	32,4	35,0	23,6	37,9	14,3
Ftse Mid Cap	16	41,0	38,9	36,4	55,8	19,4
Star	7	10,4	18,2	29,3	54,3	25,0
altro	20	18,5	34,9	32,5	55,4	20,0
<i>totale</i>	<i>55</i>	<i>21,9</i>	<i>34,7</i>	<i>32,4</i>	<i>51,6</i>	<i>19,2</i>

Fonte: Consob. Dati relativi alle società quotate sul segmento Mta gestito da Borsa Italiana spa. Sono escluse le società che non emettono azioni ordinarie.

Tav. 6 – Differenza tra diritti di voto e diritti ai flussi di cassa (wedge) nelle società italiane quotate controllate da un'altra società quotata per indice di appartenenza
(situazione a fine 2012)

	società controllate da quotata				società che non emettono azioni senza diritto di voto			
	numero società	peso sul totale delle società dell'indice di appartenenza	peso sulla capitalizzazione delle società dell'indice di appartenenza	wedge medio	numero società	peso sul totale delle società dell'indice di appartenenza	peso sulla capitalizzazione delle società dell'indice di appartenenza	wedge medio
Ftse Mib	5	13,5	15,6	26,2	4	10,8	11,2	25,3
Ftse Mib Cap	8	20,5	22,1	32,2	6	15,4	16,5	29,0
Star	5	7,5	17,1	31,3	5	7,5	17,1	31,3
altro	12	11,1	23,6	29,2	10	9,3	20,1	22,6
<i>totale</i>	<i>30</i>	<i>12,0</i>	<i>16,3</i>	<i>29,9</i>	<i>25</i>	<i>10,0</i>	<i>12,1</i>	<i>26,3</i>

Fonte: Consob. Dati relativi alle società quotate sul segmento Mta gestito da Borsa Italiana spa. Sono escluse le società che non emettono azioni ordinarie.

Tav. 7 – Differenza tra diritti di voto e diritti ai flussi di cassa (*wedge*) nelle società italiane quotate che emettono azioni senza voto per indice di appartenenza
(situazione a fine 2012)

	società che emettono azioni senza diritto di voto							
	tutte				società non controllate da quotata			
	numero società	peso sul totale delle società dell'indice di appartenenza	peso sulla capitalizzazione delle società dell'indice di appartenenza	<i>wedge</i> medio	numero società	peso sul totale delle società dell'indice di appartenenza	peso sulla capitalizzazione delle società dell'indice di appartenenza	<i>wedge</i> medio
Ftse Mib	8	21,6	23,7	8,8	7	18,9	19,4	5,8
Ftse Mib Cap	10	25,6	22,3	13,5	8	20,5	16,8	6,5
Star	2	3,0	1,2	9,1	2	3,0	1,2	9,1
Altro	10	9,3	14,9	17,3	8	7,4	11,3	6,0
<i>totale</i>	<i>30</i>	<i>12,0</i>	<i>22,6</i>	<i>13,2</i>	<i>25</i>	<i>10,0</i>	<i>18,3</i>	<i>6,4</i>

Fonte: Consob. Dati relativi alle società quotate sul segmento Mta gestito da Borsa Italiana spa. Sono escluse le società che non emettono azioni ordinarie.

7 Indicazioni di *policy*

Nel presente paragrafo, si esaminano i problemi connessi all'ipotesi che il Legislatore italiano, al pari di quanto avviene in molti paesi a economia avanzata, decida di introdurre anche nel nostro ordinamento la facoltà per le società per azioni italiane di utilizzare le azioni a voto plurimo, sia nella forma delle *loyalty shares* sia nella forma delle categorie speciali di azioni a voto multiplo.

Deve essere ribadito, infatti, che le *loyalty shares* non rappresentano una nuova categoria di azioni, ma solo una clausola statutaria volta a modificare la regola di attribuzione del diritto di voto valevole per tutti i soci, a prescindere dalla categoria azionaria di appartenenza. Si tratta quindi di una regola statutaria di attribuzione del diritto voto alternativa rispetto al criterio proporzionale al numero di azioni possedute dal singolo socio.

Come illustrato ampiamente nel corso del lavoro, sul piano giuridico, l'introduzione *ex lege* della facoltà statutaria di emettere azioni a voto multiplo non pare essere in contrasto con i principi di fondo dell'ordinamento italiano alla base del diritto societario (ovviamente a condizione che si faccia sempre salvo il principio di parità di trattamento tra gli azionisti, il diritto di recesso dei soci che non hanno concorso alla deliberazione che modifica lo statuto in tema di diritti di voto, ai sensi dell'art. 2437, comma 1, del c.c., i diritti delle minoranze, ecc.).

La letteratura economica evidenzia, invece, rischi e benefici che possono derivare da deviazioni dalla regola "un'azione-un voto". Come illustrato, il principale rischio consiste nel maggiore incentivo all'estrazione di benefici privati da parte dell'azionista di riferimento; tale effetto negativo può essere potenziato anche dalla riduzione del grado di contendibilità dell'impresa (salvo quanto verrà illustrato di seguito in merito alla sterilizzazione dei diritti di voto multiplo in caso di Opa). I vantaggi, invece, sono legati ai maggiori incentivi alla quotazione, alla riduzione delle

barriere finanziarie per la costituzione di posizioni di controllo che possono avere un effetto benefico in termini di incentivi a monitorare il comportamento del *management* e alla conseguente possibilità di una migliore diversificazione di portafoglio per gli azionisti di controllo.

Con riferimento al contesto italiano, il vantaggio legato alla possibilità di favorire un più intenso monitoraggio del comportamento dei *managers*, agevolando la costituzione di una posizione di controllo da parte di un *blockholder*, deve essere valutato alla luce del fatto che molte società quotate italiane sono già controllate di fatto o di diritto, e pertanto il tipico problema di agenzia che emerge da tali assetti non è quello tra azionisti e *managers* (che può essere alleviato dal monitoraggio di un *minority blockholder*), bensì tra azionisti di maggioranza e di minoranza. Con riferimento, invece, al tema della minore contendibilità del controllo, si deve evidenziare come, in ambito europeo, la direttiva in materia di Opa (direttiva 2004/25/CE) preveda la sterilizzazione dei voti multipli in caso di Opa e ciò mitiga il citato svantaggio connesso all'emissione delle azioni a voto multiplo; tuttavia, in Italia, così come in molti altri paesi europei, l'applicazione di tale previsione è stata rimessa alla facoltà statutaria (regime cosiddetto di "*opt-in*"), per cui, come sarà illustrato oltre, il tema della contendibilità del controllo rimane una questione di rilievo. In generale, inoltre, rimane il rischio che l'utilizzo dello strumento delle azioni a voto multiplo, determinando una divaricazione fra diritti di voto e patrimoniali, possa accentuare i conflitti di interessi in capo all'azionista di controllo e indurlo a comportamenti opportunistici. Il vantaggio fondamentale delle azioni a voto multiplo è, invece, rappresentato dal fatto che queste permettono una migliore diversificazione di portafoglio e che, ampliando la libertà contrattuale, aumentano la probabilità di effettuare ricapitalizzazioni efficienti e nell'interesse di tutti gli azionisti (ad esempio, in caso di crisi).

Le considerazioni appena esposte (e che saranno meglio discusse di seguito) valgono per le società già quotate, mentre per le società in fase di costituzione ovvero per quelle non quotate o in fase di quotazione si pongono profili di analisi diversi. Il paragrafo successivo analizza il tema in relazione alle società non quotate o in fase di costituzione, mentre il par. 7.2 analizza il tema in relazione alle società in fase di quotazione; i parr. 7.3 e 7.4 illustrano invece in maggiore dettaglio le considerazioni prima anticipate in relazione alle società già quotate. Infine, il par. 7.5 suggerisce alcuni possibili meccanismi di rafforzamento dei poteri delle minoranze al fine di ridurre la probabilità di un uso opportunistico delle azioni a voto plurimo.

7.1 L'introduzione delle azioni a voto multiplo da parte di società non quotate in fase di costituzione e nel corso della vita della società

L'eliminazione *ex lege* del divieto di emettere azioni a voto plurimo (oggi enunciato dal comma 4 dell'art. 2351 c.c.) consentirebbe alle società per azioni (quotate e non) di introdurre clausole statutarie che prevedono la possibilità di attribuire a tutte le azioni con diritto di voto (è il caso delle *loyalty shares*) o solo a determinate categorie di azioni più di un voto ciascuna.

Se tale clausola fosse introdotta all'interno dello statuto nella fase di costituzione della società, non sorgerebbero problemi particolari, in quanto tutti gli azionisti esprimerebbero *ab origine* il consenso a che alcuni soci fossero titolari di azioni dotate di un maggiore potere di voto.

Allo stesso modo, non pare porre particolari criticità la clausola statutaria inserita nello statuto in fase di costituzione, che intendesse rimandare a un momento successivo alla nascita della società l'aumento di capitale mediante l'emissione di una categoria speciale di azioni a voto multiplo, a condizione, però, che tale previsione fosse sufficientemente dettagliata, ossia tale da definire esattamente qual è il limite massimo entro il quale si possono emettere azioni a voto multiplo, l'esatta natura del privilegio in termini di maggiorazione del diritto di voto, le modalità e i criteri di determinazione del prezzo di emissione, le regole di circolazione di dette azioni, l'organo competente e le modalità di decisione, la tempistica dell'emissione, ecc.. In questo caso, inoltre, al momento dell'effettiva emissione di azioni a voto plurimo non dovrebbe essere riconosciuto alcun diritto di recesso ai soci dissenzienti (ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g, c.c.), essendo gli stessi perfettamente consapevoli di tale evento e della sua portata sin dal momento in cui sono diventati soci della società.

Più complicato appare, invece, il caso in cui la società decidesse di introdurre la clausola che consente di emettere azioni a voto plurimo nel corso della vita della società stessa tramite una modifica statutaria (a meno che essa non sia controllata al 100% da un unico socio)¹⁵².

In questo caso, la società (sia essa quotata o non quotata), andando a modificare lo statuto in materia di diritti di voto dovrà: *i*) assumere tale deliberazione con le maggioranze rafforzate prescritte per l'assemblea straordinaria dagli artt. 2368 e 2369 c.c. (articoli che fissano *quorum* costitutivi e deliberativi diversi per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e per quelle che non vi fanno ricorso); *ii*) consentire ai soci, che non hanno concorso alla deliberazione, di recedere dalla società in relazione a tutte o solo a una parte delle azioni possedute (art. 2347-*bis*, lett. g, c.c.). Come noto, infatti, se, da un lato, anche per le modifiche statutarie vige all'interno della società per azioni il principio maggioritario (prevalendo così l'interesse della maggioranza su quello degli altri soci), dall'altro, in presenza di modifiche di particolare gravità (come quelle appunto che incidono sui diritti di voto), la minoranza è stata tutelata dal Legislatore con il riconoscimento del diritto di recesso dalla società.

Inoltre, nel caso in cui la società decidesse di emettere una categoria speciale di azioni a voto multiplo mediante un aumento del capitale sociale, le nuove azioni dovrebbero essere offerte in opzione a tutti gli azionisti, ai sensi dell'art. 2441 c.c., in modo tale da mantenere inalterate le posizioni dei singoli soci all'interno della società. Si può quindi ipotizzare che, nelle società a ristretta base azionaria, vi siano

¹⁵² Si pensi, ad esempio, a tutte le società controllate al cento per cento dallo Stato (come le FS - Ferrovie dello Stato Italiane S.p.a., Poste Italiane S.p.a., ANAS S.p.a., ENAV S.p.a., ecc.) o da enti pubblici territoriali (società dei servizi pubblici, ecc.).

scarsi incentivi a fare aumenti di capitale usando le azioni a voto multiplo, perché se tutti i soci prevedessero di sottoscrivere le azioni di propria competenza, le quote dei diritti di voto non cambierebbero.

In termini concreti, la regola statutaria che consente le azioni a voto plurimo è una regola che potrà caratterizzare tipicamente la fase di nascita della società; per le società già esistenti, invece, è ipotizzabile che tale regola sia più frequente negli statuti delle imprese con socio unico o ad azionariato molto ristretto e di tipo familiare, dove è verosimile assumere che i citati *quorum* deliberativi per le modifiche statutarie possano essere facilmente raggiunti e che i fenomeni di recesso abbiano un impatto finanziario modesto o nullo.

7.2 La quotazione delle sole azioni ordinarie da parte di società “*dual class*”

Si consideri adesso il caso di un'impresa non quotata il cui socio fondatore (o i cui soci fondatori) sia in possesso di azioni speciali a voto multiplo (ad esempio, perché emesse in fase di costituzione della società); si valuti, poi, la possibilità che l'impresa si rivolga al mercato dei capitali quotando solo le azioni ordinarie e che il socio fondatore mantenga in portafoglio le azioni speciali a voto multiplo (che quindi non verrebbero quotate).

In questo contesto, al momento dell'IPO la struttura azionaria che si verrebbe a realizzare a seguito della quotazione dell'impresa “*dual class*” sarebbe nota e, di conseguenza, il prezzo delle azioni ordinarie collocate al pubblico rifletterebbe i rischi connessi a tale struttura¹⁵³. Infatti, è verosimile che, mantenendo un certo pacchetto di azioni a voto multiplo, il socio fondatore possa vendere un numero maggiore di azioni ordinarie (e/o emettere un numero maggiore di nuove azioni ordinarie) senza perdere il controllo, anche se il prezzo di collocamento potrebbe essere più basso, perché il mercato sconterebbe i maggiori costi di agenzia di un assetto proprietario caratterizzato da un controllo “a leva”¹⁵⁴. In altri termini, il socio fondatore di maggioranza internalizzerebbe completamente i costi legati alla presenza di azioni a voto plurimo, poiché potrebbe raccogliere sul mercato risorse inferiori a quelle che avrebbe raccolto se la società non avesse deviato dal principio di proporzionalità e poiché subirebbe una riduzione del valore delle azioni ordinarie eventualmente detenute in portafoglio.

Il socio fondatore di maggioranza, quindi, avrebbe incentivo a definire una struttura di voto in grado di massimizzare il valore dell'impresa, temperando le conseguenze negative dell'adozione di una struttura non proporzionale (riconducibili

153 Gilson, 1987; Grossman e Hart, 1988.

154 L'effetto complessivo sui ricavi del collocamento è quindi incerto, perché se è possibile vendere più titoli è possibile anche che il prezzo d'offerta sia più basso. È anche da considerare il caso in cui in fase di IPO ci sia solo un aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione (OPS); in questa situazione, il socio fondatore potrebbe raddoppiare il capitale ordinario senza perdere il controllo, ma le nuove azioni sarebbero collocate ad un prezzo più basso e ciò diluirebbe il valore della quota del socio fondatore.

appunto all'effetto sui prezzi dei titoli ordinari¹⁵⁵) con i benefici associati al mantenimento del controllo della gestione. Come evidenziato dalla letteratura economica empirica, infatti, gli azionisti con preferenza per il controllo definiscono la struttura proprietaria in sede di IPO in modo da proteggere e massimizzare il valore dei loro diritti di controllo¹⁵⁶. In assenza di strumenti in grado di assicurare l'azionista contro la perdita di tali diritti, la scelta di non quotarsi potrebbe rivelarsi ottimale: le imprese rinunciarebbero così a opportunità di crescita finanziabili attraverso l'accesso al mercato dei capitali ovvero potrebbero preferire modalità di finanziamento sub-ottimali¹⁵⁷. In alternativa, le imprese potrebbero essere incentivate a utilizzare strumenti di separazione tra proprietà e controllo più opachi delle azioni a voto multiplo, come ad esempio le strutture piramidali.

Oltre a favorire la quotazione, l'attribuzione ai soci fondatori di un potere gestionale più che proporzionale può essere fondamentale per il buon esito del progetto imprenditoriale, soprattutto nel caso delle imprese più innovative, nelle quali le interferenze di altri soci (siano essi di minoranza o, nel caso di società non quotate, *venture capitalists*) possono pregiudicare il buon esito del progetto stesso.

La letteratura economica fornisce al proposito alcune indicazioni. Con riferimento all'*overmonitoring* esercitato dai *large shareholders*, ad esempio, alcuni studiosi suggeriscono una redistribuzione dei diritti di proprietà che favorisca una struttura azionaria dispersa¹⁵⁸. Nell'ambito del filone di indagine applicato ai rapporti tra *venture capitalist* e socio-fondatore, invece, si suggerisce un'allocazione separata dei diritti patrimoniali da quelli amministrativi e di controllo che, al ricorrere di talune condizioni, dovrebbe limitare in maniera ottimale l'interferenza del *venture capitalist* assegnando il controllo al fondatore¹⁵⁹, ovvero prevedendo un passaggio graduale del controllo dal socio investitore (al quale esso può risultare attribuito nelle prime fasi di finanziamento) al socio fondatore al verificarsi di condizioni e risultati oggettivamente riscontrabili¹⁶⁰.

155 Grossman e Hart 1988; Zingales, 1995; Burkart et al., 1997; Gomes, 2000.

156 Cfr. Nota 27.

157 Cfr. Nota 24.

158 Burkart et al., 1997.

159 Cestone, 2013.

160 In particolare, nella prassi contrattuale tipica delle operazioni di *venture capital*, soprattutto statunitense, l'imprenditore e il *venture capitalist* disciplinano l'assegnazione dei diritti patrimoniali, dei diritti amministrativi e di controllo e i meccanismi di uscita dall'investimento anche attraverso l'assegnazione al socio investitore di azioni privilegiate convertibili in ordinarie e assistite da particolari diritti patrimoniali e amministrativi (*preferred convertible shares*). L'evoluzione del rapporto tra i due soggetti menzionati prevede, generalmente, il passaggio (più o meno graduale) del controllo dal socio fondatore al socio investitore nelle prime fasi di finanziamento; successivamente il controllo passa nelle mani del *venture capitalist* nel caso di risultati negativi, ossia di un valore atteso basso della società in sede di quotazione, ovvero ritorna all'imprenditore nel caso contrario. Tali passaggi sono spesso condizionati a misure di performance verificabili, sia finanziarie sia non finanziarie, in modo che al raggiungimento di obiettivi intermedi prefissati (*milestone*) e/o a fronte di determinati risultati (ad esempio il soddisfacimento di parametri finanziari in sede di IPO) il *venture capitalist* conservi i *cash flow rights* ma perda parte dei diritti di controllo a favore dell'imprenditore. La riallocazione dei diritti di controllo si verifica attraverso la conversione (volontaria oppure automatica) delle azioni privilegiate in ordinarie. Nel caso di corporate *venture capitalist*, il potenziale conflitto di interessi derivante dalla composizione del portafoglio dello stesso *venture capitalist* viene mitigato.

Alla luce di queste considerazioni, la rimozione 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; inoltre, nella misura in cui le azioni a voto multiplo potrebbero consentire di aumentare i ricavi dell'offerta complessiva di vendita e/o sottoscrizione in fase di IPO, si ridurrebbe l'incidenza complessiva dei costi di quotazione, essendo questi in buona misura fissi. Infine, le azioni a voto multiplo potrebbero risolvere i citati problemi di *overmonitoring* da parte di *venture capitalists* o altri azionisti rilevanti potenzialmente in grado di pregiudicare il buon esito di un progetto imprenditoriale.

7.3 Emissione di azioni speciali a voto multiplo da parte di imprese già quotate

Appare più complesso, infine, l'utilizzo dello strumento delle azioni a voto multiplo da parte delle società ad azionariato già diffuso, come appunto le società quotate. Come si è detto in precedenza, una società quotata dovrebbe, da un lato, deliberare una modifica statutaria con le maggioranze rafforzate previste per l'assemblea straordinaria e rispetto alla quale potrebbe essere attivabile il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma, 1 del codice civile¹⁶¹ e, dall'altro, dovrebbe offrire le azioni di nuova emissione in opzione a tutti i soci.

Supponiamo che la società quotata riesca comunque ad apportare modifiche statutarie che le consentano di emettere azioni speciali a voto multiplo. Al momento dell'effettiva emissione di azioni a voto multiplo, come accennato, queste dovranno necessariamente essere offerte in opzione a tutti gli azionisti, in modo da mantenere inalterate le posizioni dei singoli soci all'interno della società; la società potrebbe, inoltre, chiedere la quotazione delle azioni a voto multiplo che, in virtù dell'offerta in opzione, potrebbero risultare diffuse fra il pubblico con flottante adeguato. Naturalmente, saranno le società di gestione di mercati regolamentati a decidere circa l'opportunità di ammettere alle negoziazioni su propri mercati azioni a voto multiplo.

Le ricapitalizzazioni tramite emissioni di azioni speciali a voto multiplo pongono diversi profili critici. In primo luogo, come detto, se è prevedibile che tutti i soci aderiscano all'aumento di capitale, le quote relative dei diritti di voto rimarrebbero invariate e, dunque, non vi sarebbero incentivi particolari a raccogliere nuove risorse usando le azioni a voto multiplo piuttosto che quelle ordinarie. In secondo luogo, si potrebbe porre un complesso problema di valorizzazione del diritto d'opzione e di offerta dei diritti inoptati per i soci che non intendono aderire all'aumento di capitale, poiché l'azione a voto multiplo sottostante non sarebbe (ancora) quotata e quindi non avrebbe un prezzo di mercato. In terzo luogo, gli azionisti di minoranza potrebbero finire per vendere il diritto d'opzione a prezzi inferiori al valore teorico e il socio di controllo potrebbe rastrellarli, rafforzando notevolmente la sua posizione con un controllo "a leva" (cioè diritti di voto largamente superiori ai diritti patrimoniali).

161 Naturalmente, in una società quotata il socio dissidente può semplicemente vendere le sue azioni.

Quindi, le ricapitalizzazioni tramite emissioni di azioni speciali a voto multiplo potrebbero avere l'effetto di ridurre il prezzo delle azioni ordinarie, poiché, come prima ricordato, il mercato sconterebbe i maggiori costi di agenzia e la minore contendibilità dell'impresa nel caso in cui si rafforzasse la posizione dell'azionista di riferimento con una posizione di controllo "a leva". In questo caso, quindi, l'azionista di controllo, che avrebbe il potere di deliberare l'aumento di capitale, non internalizzando completamente tutti i costi derivanti dalle sue scelte, potrebbe avere incentivo a porre in essere operazioni volte al proprio arricchimento e non orientate alla creazione di valore.

Anche se ciò comporterebbe il beneficio, evidenziato dalla letteratura economica, che il rafforzamento della posizione di un determinato azionista aumenta gli incentivi a un più intenso monitoraggio dell'operato del *management*, vi potrebbero essere esternalità negative per gli azionisti di minoranza legati alla riduzione dei prezzi azionari¹⁶².

Si consideri, tuttavia, il caso di un'impresa con progetti di investimento profittevoli ma che risultasse razionata sul mercato del credito e i cui soci non avessero risorse per sottoscrivere un aumento di capitale, ovvero il caso di un'impresa in crisi o con gravi tensioni finanziarie. In queste situazioni, la prospettiva di avere diritti di voto più che proporzionali rispetto alle risorse investite potrebbe consentire all'impresa di attrarre più facilmente nuovi soci in grado di immettere mezzi freschi; se anche il risultato post-aumento di capitale fosse quello di una struttura proprietaria meno contendibile e con maggiori costi di agenzia, l'impatto netto sui corsi azionari potrebbe essere positivo e, dunque, l'operazione potrebbe essere negli interessi degli azionisti di minoranza.

In queste circostanze, le azioni a voto multiplo possono quindi ampliare le opportunità contrattuali a disposizione dell'impresa, in modo da massimizzare la probabilità di raccogliere mezzi freschi e finanziare nuovi progetti di investimento tramite aumenti di capitale con esclusione o limitazione del diritto d'opzione. Ovviamente, per i motivi in precedenza accennati, anche in questi casi esistono rischi di un utilizzo opportunistico dello strumento delle azioni a voto multiplo, che tuttavia possono essere mitigati attraverso il rafforzamento dei poteri delle minoranze, come illustrato più in dettaglio nel par. 7.5.

162 Tale soluzione è in linea con quanto affermato da Gilson (1987) che sottolinea come in mercati dei capitali completi le ricapitalizzazioni siano finanziariamente equivalenti alle operazioni di *leverage buy out*, in quanto entrambe permettono di trasferire il controllo nelle mani del *management* o di un determinato azionista della società. Analizzando la letteratura empirica esistente al riguardo, l'autore trova che la ricchezza degli azionisti cresce a seguito di un'operazione di *leverage buy out* mentre si riduce o resta inalterata a seguito di una ricapitalizzazione. Inoltre, solo nel caso di operazioni di ricapitalizzazione gli azionisti pre-esistenti continuano a mantenere il controllo. Tali risultati, secondo Gilson, possono spiegarsi considerando che le ricapitalizzazioni implicano trasferimenti di ricchezza dagli azionisti di minoranza all'azionista di riferimento. Tali operazioni dovrebbero pertanto essere vietate in quanto di fatto rafforzano la posizione dell'azionista di riferimento a danno delle minoranze. Diversamente, dovrebbe essere consentito alle imprese quotate la raccolta di nuovo capitale attraverso l'emissione di azioni senza voto (Gilson, cfr. nota 41).

7.4 Introduzione delle *loyalty shares*

La possibilità di consentire alle imprese quotate di prevedere nello statuto le cosiddette *loyalty shares* sul modello francese delle azioni "a voto doppio" avrebbe finalità radicalmente diverse rispetto alle categorie speciali di azioni a voto multiplo. Mentre, in quest'ultimo caso, l'obiettivo di una modifica del nostro ordinamento sarebbe essenzialmente quello di ampliare la gamma di strumenti utilizzabili per raccogliere nuove risorse sul mercato azionario e, dunque, per incentivare gli investimenti e la crescita economica, le *loyalty shares*, invece, fungerebbero da strumento per incentivare l'investimento a lungo termine e, dunque, la presenza di investitori stabili con maggiore potere di *monitoring* e meno orientati allo *short-termism*, anche al fine di ridurre la volatilità dei corsi azionari e favorire un più efficiente processo di formazione dei prezzi.

Va evidenziato in via preliminare che, in contesti come quello italiano dove vige la disciplina dell'Opa obbligatoria successiva, i rischi di un uso opportunistico dello strumento in questione al fine di rafforzare le posizioni di azionisti dominanti potrebbero essere limitati attraverso adeguati interventi sulla disciplina sull'Opa che tengano conto delle azioni a voto multiplo. Infatti, nel caso di azionisti con quote inferiori al 30% che garantiscono il controllo di fatto, l'uso delle *loyalty shares* al solo fine di rafforzare la posizione dell'azionista di controllo potrebbe essere neutralizzato prevedendo l'obbligo dell'Opa totalitaria per superamento della soglia del 30% anche là dove tale superamento non avvenisse attraverso veri e propri acquisti di nuovi titoli¹⁶³. Lo stesso meccanismo si potrebbe prevedere estendendo l'Opa cosiddetta "da consolidamento", per acquisti superiori al 5% entro i 12 mesi da parte di chi possiede fra il 30 e il 50% dei diritti di voto, al caso in cui tale soglia venga superata per effetto del raddoppio dei voti. Nel caso di società controllate di diritto, invece, c'è effettivamente il rischio che il socio di controllo accumuli diritti di voto per quote molto superiori al 50% e che poi venda parte delle azioni arrivando a controllare il 50% dei diritti di voto con una quota significativamente inferiore del capitale sociale¹⁶⁴. Questa situazione presenta quindi i tipici rischi e vantaggi delle azioni a voto

163 In particolare, sarebbe necessaria una riscrittura della disciplina sull'Opa, che attualmente prevede che l'obbligo di Opa scatti al superamento della soglia "a seguito di acquisti" (art. 106, comma 1), al fine di prevedere che il superamento non sia legato solo ad acquisti di titoli, ma anche ad altre fattispecie come appunto quella in esame. Inoltre, bisognerebbe prevedere che il superamento della soglia, benché non necessariamente conseguente ad un atto volontario, implichi comunque l'obbligo di Opa nel caso delle *loyalty shares*. Tuttavia, si potrebbe prevedere un'esenzione dall'obbligo di Opa nel caso in cui la delibera di modifica dello statuto per l'introduzione delle *loyalty shares* sia stata presa senza il voto determinante dell'azionista dominante ovvero, più in generale, che tutta la disciplina dell'Opa obbligatoria (quindi anche quella da consolidamento; cfr. oltre nel testo) non si applichi in caso di raddoppio dei voti se la delibera di modifica dello statuto è stata presa con il voto favorevole di una certa quota degli azionisti di minoranza ovvero senza il voto contrario di una certa quota degli azionisti di minoranza (meccanismi cosiddetti di *whitewash*). A tal proposito si rileva che, nella legislazione francese, il superamento della soglia del 30% e tra il 30% e il 50% può essere sia conseguente all'acquisto di titoli (a titolo oneroso o gratuito) sia conseguire all'acquisto di diritti di voto doppi, così come ad altre ipotesi. La legislazione francese è quindi più stringente di quella italiana, che, ad esempio, esonera dall'obbligo di Opa in caso di acquisti a titolo gratuito o di diritti originariamente spettanti. Nell'ottica della normativa francese, è sufficiente che un soggetto venga oggettivamente a detenere più del 30% del capitale o dei diritti di voto di una società perché scatti l'Opa obbligatoria (cfr. art. L 433-3 Code monétaire et financier; Couret et al, Droit Financier, p. 984, Dalloz, 2013).

164 Lo stesso problema si può avere nel caso di colui che, avendo poco meno del 30% (ad esempio, il 20%), raddoppia i suoi voti e poi vende una parte delle azioni fino a detenere una quota dei diritti di voto appena inferiore al 30%, per

multiplo prima delineati: aumentano i potenziali conflitti di interessi per effetto di una situazione di controllo a leva, ma allo stesso tempo è possibile una migliore diversificazione di portafoglio e aumentano le possibilità di costituire blocchi di controllo con investimenti finanziari più contenuti. L'incentivo a porre in essere la citata strategia (cioè l'incentivo dell'azionista di controllo a modificare lo statuto per prevedere le *loyalty shares* per le finalità prima esposte) potrebbe essere tuttavia mitigato dall'eventuale previsione della sterilizzazione dei voti doppi in caso di Opa (come sarà meglio illustrato nel paragrafo successivo) che esporrebbe l'azionista di controllo al rischio di scalata, e dal fatto che la modifica statutaria potrebbe dare luogo all'emergere di altri azionisti rilevanti in grado di interferire nell'attività di controllo.

Come evidenziato nel par. 5, nella disciplina francese il privilegio derivante da una detenzione prolungata può consistere sia in una maggiorazione del diritto di voto sia in un privilegio di natura patrimoniale; come visto, le società francesi hanno usato lo strumento delle *loyalty shares* essenzialmente per attribuire un rafforzamento del diritto di voto.

La possibilità di legare il privilegio patrimoniale al periodo di detenzione delle azioni è prevista anche nel nostro ordinamento dall'art. 127-quater del Tuf, che consente alle società quotate la facoltà di incrementare il dividendo per gli azionisti che detengono le azioni per un periodo continuativo fissato nello statuto e comunque non inferiore a un anno. Tale incremento non può tuttavia superare il 10% del dividendo distribuito alle altre azioni.

In generale, l'importanza di favorire un approccio di lungo periodo all'investimento azionario e, quindi, di un maggior coinvolgimento degli investitori nella *governance* delle imprese era stato affrontato nel Piano d'Azione della Commissione Europea per la modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario del 2012. Il Piano d'Azione, infatti, aveva evidenziato l'opportunità di incentivare gli azionisti a investimenti di lungo periodo, anche attraverso l'utilizzo di azioni a voto multiplo, sulla falsariga di quanto già previsto in alcune giurisdizioni come quella francese (*loyalty shares*).

Più in particolare, il ragionamento della Commissione, contenuto nel precedente Libro verde sul quadro dell'Unione Europea in materia di governo societario del 2011, aveva preso le mosse dalla constatazione del fatto che se "*il quadro in materia di governo societario si basa sul presupposto che gli azionisti si impegnino attivamente nella società e obblighino i dirigenti a rendere conto del loro operato*", in verità, la realtà rivela che "*gli azionisti hanno, in maggioranza, un atteggiamento passivo e che spesso sono interessati solo a profitti a breve termine*"¹⁶⁵.

evitare l'obbligo di Opa. Anche in questo caso di avrebbe quindi la possibilità di un controllo (di fatto) con divaricazione fra diritti di voto e patrimoniali.

165 Tale constatazione, peraltro, riflette quella analoga effettuata dalla dottrina italiana già da tempo e che ormai tende a distinguere tra azionista di maggioranza, azionista speculatore, azionista 'minimo' (detentore di un numero esiguo di azioni), azionista disturbatore professionale, azionista detentore di un pacchetto di minoranza rilevante (in quanto in grado di incidere sugli assetti del potere assembleare e capace di svolgere una funzione di *monitoring*) azionista di minoranza-investitore istituzionale (per tutti cfr. Montalenti, 2007).

Nel Libro verde del 2011, la Commissione Europea aveva riesaminato il ruolo rivestito dagli azionisti sotto molteplici punti di vista: nell'ottica di un suo eventuale potenziamento, dell'implementazione di strumenti volti a stimolarne l'attenzione verso risultati d'impresa di lungo termine, dell'introduzione di meccanismi che consentano agli emittenti di conoscere meglio l'identità dei propri soci, nonché della cooperazione tra gli azionisti¹⁶⁶. La Commissione, pur essendo consapevole del fatto che non tutti gli investitori debbano necessariamente scegliere di impegnarsi attivamente nelle società in cui hanno investito (potendo legittimamente prediligere un modello di investimento orientato al breve termine senza un impegno attivo), ha ritenuto comunque che sia l'impegno attivo degli investitori a lungo termine quello che può produrre gli effetti maggiormente positivi sul governo della società.

Se è evidente l'importanza che gli azionisti si impegnino attivamente nella vita sociale e che ciò è tanto più probabile quanto più questi siano interessati ai profitti di lungo periodo, è chiaro che le *loyalty shares* sono funzionali a questo obiettivo; tuttavia, la loro introduzione va comunque valutata con attenzione per una serie di motivi.

In primo luogo, come prima accennato, potrebbero essere opportuni una serie di interventi correttivi alla disciplina dell'Opa, al fine di tenere conto della possibilità di un superamento della soglia del 30% attraverso il meccanismo del raddoppio dei voti proprio delle *loyalty shares* e, come sarà meglio discusso nel paragrafo successivo, anche in relazione alle azioni speciali a voto multiplo, al fine di prevedere esplicitamente regole di sterilizzazione dei voti multipli in caso di Opa, eventualmente valutando la possibilità che tale scelta non sia rimessa esclusivamente all'autonomia statutaria. Inoltre, la gestione della disciplina della trasparenza sulle partecipazioni rilevanti diverrebbe più complessa e sarebbe necessario un attento monitoraggio sulle date di acquisizione e cessione di partecipazioni rilevanti¹⁶⁷.

In secondo luogo, l'esperienza francese mostra come sia necessario apportare significativi interventi anche alle norme codicistiche per disciplinare, ad esempio, le modalità di assegnazione di nuove azioni in caso di aumento di capitale in opzione ai portatori di azioni a "voto doppio" (ad esempio, in Francia si prevede che anche le nuove azioni abbiano un voto doppio) e per evitare una eccessiva concentrazione di diritti di voto in capo a pochi soggetti (per cui si potrebbe prevedere, come avviene in Francia, la facoltà di introduzione di clausole statutarie che pongano un tetto ai diritti di voto esercitabili in assemblea là dove sia previsto il voto doppio).

7.5 La tutela delle minoranze

Le azioni a voto plurimo, sia nella forma delle *loyalty shares* sia in quella della categoria speciale delle azioni a voto multiplo, possono avere vantaggi legati

¹⁶⁶ Sul tema cfr. Alvaro e Lupini, 2013.

¹⁶⁷ Ad esempio, come avviene in Francia, si potrebbe prevedere che l'informativa aggiornata sulla struttura del capitale e sui diritti di voto sia comunicata al mercato mensilmente attraverso il sito internet della società (oltre che nella relazione annuale), con relativa comunicazione all'Autorità di controllo in caso di superamento delle soglie rilevanti (cfr. par. 5.1).

alla possibilità di favorire la quotazione in borsa, di aumentare la probabilità di ricapitalizzazioni potenzialmente efficienti e di incentivare una partecipazione più attiva alla vita sociale, ma, allo stesso tempo, possono implicare rischi di maggiori potenziali conflitti di interessi in capo agli azionisti di controllo che potrebbero penalizzare i soci di minoranza anche attraverso una diminuzione del peso delle azioni ordinarie.

Per le società quotate la facoltà di modificare lo statuto al fine di introdurre le azioni a voto plurimo dovrebbe essere accompagnata quindi da misure normative volte a fornire ai soci di minoranza un adeguato *set* di tutele.

Alcune di queste tutele, in realtà, sono già presenti nel nostro ordinamento. Si tratta, innanzitutto, come più volte accennato: a) della necessità per la società di assumere tale deliberazione con le maggioranze rafforzate prescritte per l'assemblea straordinaria dagli articoli 2368 e 2369 c.c.; b) del diritto dei soci che non hanno concorso alla deliberazione di recedere dalla società in relazione a tutte o solo a una parte delle azioni possedute (art. 2347-*bis*, lett. g, c.c.); c) del diritto di opzione che l'art. 2441 del codice civile riconoscerebbe a tutti i soci nel caso di emissione di nuove azioni a voto multiplo.

Ma si tratta anche dei cd. diritti della minoranza, ossia: il diritto di chiedere la convocazione dell'assemblea (art. 2367, comma 1, c.c.) o di ottenere il rinvio dell'assemblea stessa (art. 2374 c.c.), il diritto di impugnare le deliberazioni assembleari invalide (art. 2377, comma 3, c.c.), il diritto di intraprendere l'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori (art. 2393-*bis* c.c.), il diritto di ottenere che il collegio sindacale indaghi su fatti ritenuti censurabili (art. 2408, comma 2, c.c.), il diritto di denuncia al tribunale (art. 2409 c.c.)¹⁶⁸.

Diritti, questi, che oggi il codice civile attribuisce ai soci che detengono una determinata percentuale del *capitale sociale* e non ai soci che posseggono una determinata percentuale dei *diritti di voto*; perciò, a legislazione invariata, l'introduzione del voto multiplo nella società per azioni non avrebbe nessun effetto sulla possibilità di esercizio dei diritti da parte della minoranza.

Il *set* di tutele a favore delle minoranze potrebbe essere anche arricchito dal Legislatore con ulteriori previsioni normative, quali, ad esempio: la previsione di un limite al numero di voti attribuibili a ogni azione, un limite quantitativo all'emissione di azioni a voto multiplo rapportato al capitale sociale, un limite all'utilizzo del voto plurimo in relazione a determinate delibere dell'assemblea dei soci¹⁶⁹ o rispetto alle

168 L'efficacia dei presidi di cui si discute nel tutelare gli azionisti di minoranza può tuttavia essere minata dalla presenza di rilevanti costi informativi e di coordinamento tra piccoli azionisti.

169 Tra queste delibere dovrebbero essere annoverate quelle che incidono più significativamente sulla vita della società, quali quelle, ad esempio, che fanno nascere in capo al socio il diritto di recedere ai sensi dell'art. 2437, commi 1 e 2, c.c.. Come già detto, si potrebbe poi prevedere in via normativa che i *quorum* per l'esercizio di alcuni diritti (nomina di un amministratore di minoranza, azione di responsabilità, impugnativa di bilancio, etc.) siano computati solo sul totale dei voti delle azioni ordinarie.

quali siano richieste maggioranze qualificate¹⁷⁰, l'obbligo di convertire le azioni a voto multiplo in azioni ordinarie al venir meno delle ragioni economiche che ne hanno giustificato l'introduzione, ecc.¹⁷¹.

Un altro aspetto importante, come prima anticipato, riguarda il tema della sterilizzazione dei voti multipli in caso di Opa, alla luce di quanto previsto dalla cosiddetta *break-through rule* dettata dalla direttiva Opa 2004/25/CE¹⁷². Attualmente, l'art. 104-bis del Tuf che disciplina la materia della cosiddetta regola di neutralizzazione, da un lato, non affronta il tema delle azioni a voto multiplo, perché non previste nel nostro ordinamento, e, dall'altro, rimette la scelta circa l'applicabilità di tale regola all'autonomia statutaria. L'eventuale introduzione nel nostro ordinamento delle *loyalty shares* e/o delle azioni speciali a voto multiplo renderebbe necessario altresì l'introduzione esplicita (all'art.104-bis del Tuf) della regola della sterilizzazione dei voti multipli in base a quanto previsto dalla direttiva Opa. Inoltre, al fine di preservare la contendibilità del controllo e di mitigare uno degli inconvenienti principali delle azioni a voto multiplo, si dovrebbe valutare se la previsione di sterilizzazione dei voti multipli debba essere una regola cogente ovvero rimessa alla libertà statutaria.

Infine, per evitare un uso opportunistico delle ricapitalizzazioni con emissione di azioni a voto multiplo, si potrebbe prevedere che tali operazioni non possano essere delegate dall'assemblea all'organo di amministrazione, che si applichino alcuni profili della disciplina prevista dall'art. 2441, commi 5 e 6 (attestazione di un interesse sociale specifico all'uso delle azioni a voto multiplo, relazione degli amministratori sul tema, parere di congruità del prezzo da parte dell'organo di controllo) e che la relativa delibera non possa essere assunta se in assemblea vi sia il voto contrario di una minoranza di soci che rappresenti (ad esempio) almeno il quinto del capitale sociale o, nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, almeno un ventesimo del capitale sociale (analogamente a quanto previsto per la rinuncia

170 Ad esempio, si potrebbe prevedere che i *quorum* per l'esercizio di alcuni diritti (nomina di un amministratore di minoranza, azione di responsabilità, impugnativa di bilancio, etc.) siano computati solo sul totale dei voti delle azioni ordinarie.

171 Tra queste condizioni (che dovrebbero comunque essere oggettivamente identificabili) potrebbero ipotizzarsi: la cessione del pacchetto di controllo o la morte del socio fondatore a cui favore erano state attribuite le azioni speciali a voto multiplo, il decorrere di un certo lasso di tempo (la società Groupon, ad esempio, ha fissato in 5 anni il periodo decorso il quale le azioni a voto multiplo dei soci fondatori si convertiranno in ordinarie), ovvero *performance* reddituali inferiori a soglie predefinite *ex ante* dall'assemblea. Sembrerebbe opportuno, comunque, rimettere alla libertà statutaria, piuttosto che a norme di legge vincolanti, la facoltà di introdurre una "*sunset clause*". Un problema da gestire sarebbe anche quello della possibilità per il socio di controllo di vendere (dopo l'IPO) una piccola parte del suo pacchetto di azioni speciali a voto multiplo senza che ciò determini la perdita del controllo stesso. Si potrebbe prevedere anche in questo caso la conversione automatica in azioni ordinarie, oppure si potrebbe ammettere che azioni a voto multiplo siano diffuse anche fra soggetti diversi da socio fondatore (ed eventualmente quotate). Il primo caso è simile all'impostazione USA, dove le azioni a voto multiplo non sono quotate, mentre il secondo caso è simile al modello dei paesi scandinavi, dove invece le azioni a voto multiplo sono negoziate in borsa.

172 L'art. 11, parr. 3 e 4, della Direttiva OPA prevede: "...[i] titoli a voto plurimo conferiscono soltanto un voto nell'assemblea generale che decide su eventuali misure di difesa conformemente all'articolo 9. 4. Quando, a seguito di un'offerta, l'offerente detiene il 75 % o più del capitale con diritto di voto, le eventuali restrizioni al trasferimento di titoli e ai diritti di voto di cui ai paragrafi 2 e 3 e qualsiasi diritto straordinario degli azionisti riguardante la nomina o la revoca di membri dell'organo di amministrazione previsto nello statuto della società emittente non vengono applicati; i titoli a voto plurimo conferiscono soltanto un voto nella prima assemblea generale che segue la chiusura dell'offerta, convocata dall'offerente per modificare lo statuto societario o revocare o nominare i membri dell'organo di amministrazione".

all'esercizio dell'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori dall'art. 2393, comma 6, c.c.). Con una regola di questo tipo, il consenso della minoranza qualificata verrebbe a rivestire carattere preventivo e assumerebbe la natura di una sorta di autorizzazione, rendendo più probabili ricapitalizzazioni potenzialmente efficienti in caso di imprese in crisi o per il finanziamento di nuovi progetti d'investimento nel caso in cui i soci non avessero risorse per sottoscrivere un aumento di capitale.

Bibliografia

- Abriani, N. (2010), Le azioni e gli altri strumenti finanziari, in N. Abriani – S. Ambrosini – O. Cagnasso – P. Montalenti, *Le società per azioni*, in Trattato di diritto commerciale, diretto da G. Cottino, IV, T. 1, Padova, p. 231 ss.
- Abriani, N. (2004), Commento all'art. 2351, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino e a., Bologna, p. 324 ss.
- Abriani, N. (2002), La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma, in *Riv. Dir. comm.*, I, p. 146 e ss.
- Adams, R. e D. Ferreira (2008), One share-one vote: the empirical evidence, *Review of Finance*, 12, p. 5191.
- Adenas, M. e F. Wooldridge (2009), *European Comparative Company Law*, Cambridge.
- Admati, A.R., Pfleiderer, P. e J. Zechner (1994), Large shareholder activism, risk sharing and financial market equilibrium, *Journal of Political Economy*, 105, p. 1097-1130.
- Aghion, P. e P. Bolton (1992), An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting, *The Review of Economic Studies*, 59(3), p. 473-494.
- Al-Alami, *Business Roundtable v. Sec: rising judicial mistrust and the onset of a new era in judicial review of securities regulation*, 15, *U. Pa. J. Bus. L.*, 2013, p. 541.
- Alvaro, S. e B. Lupini (2013), Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano, *Quaderni Giuridici della Consob*, n. 3.
- Amoako-Adu, B. e B. F. Smith (2001), Dual class firms: Capitalization, ownership structure, and recapitalization back into single class, *Journal of Banking and Finance*, 25, p. 1083-1111.
- Amoako-Adu, Smith, B. F. e M. Kalimipalli (2009), Concentrated control and corporate value: a comparative analysis of single and dual class structures in Canada, *Applied Financial Economics*, 19, p. 955-974.
- Ang, J.S. e W.L. Megginson (1989), Restricted voting shares, ownership structure, and the market value of dual-class firms, *Journal of Financial Research*, 12, p. 301-318.
- Angelici, C. (2006), *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, Milano, p. 885.
- Angelici, C. (1992), Le azioni (artt. 2346-2356), in *Il Codice Civile – Commentario* diretto da P. Schlesinger, Milano.
- Angelici, C. (1991), La circolazione della partecipazione azionaria, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, vol. 2*, I, p. 99-297.
- Angelici, C. (1990), Società per azioni e in accomandita per azioni, in *Enc. Del Diritto*, XLII, Milano, p.977-1042.
- Angelillis, A. e M. L. Vitali (2008), Articolo 2351, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Azioni, a cura di Notari, Artt. 2346-2362 c.c., Milano.
- Ascarelli, T. (1952) Sui limiti statutari alla circolazione delle azioni e sui diritti individuali degli azionisti, in *Studi in tema di società*, Milano, pp. 233 e ss.
- Asquini, A. (1961), Le azioni privilegiate a voto limitato, *Riv. Soc.*, p. 929.

- Asquini, A. (1961), Sui limiti di validità delle clausole di gradimento al trasferimento di azioni, in Riv. soc., p. 736.
- Asquini, A. (1960), Se una deliberazione di aumento di capitale con azioni a voto plurimo sia nulla a' sensi dell'art. 2379 o solo impugnabile a' sensi dell'art. 2377 del Codice Civile, in Temi.
- At, C., Burkart, M. e S. Lee (2011), Security voting structure and bidder screening, *Journal of Financial Intermediation*, 20(3), p. 458-476.
- Bainbridge, S.M. (1991), The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4, 69 Wash. U. L. Q., p. 565.
- Banerjee, S. (2005), Dual-class Issues and Mitigating the Costs of Corporate Democracy, Working Paper.
- Banerjee, S. e R. Masulis (2013), Ownership, Investment and Governance: The Costs and benefits of Dual Class Shares, ECGI Finance Working Paper, February.
- Bauguess, S.W., Slovin, M.B. e M.E. Sushka (2012), Large shareholder diversification, corporate risk taking, and the benefits of changing to differential voting rights, *Journal of Banking and Finance*, 36(4), p. 1244-125.
- Bebchuk, L. (1994), Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control, *Quarterly Journal of Economics*, p. 957-993.
- Bebchuk, L. (1999), A rent protection theory of corporate ownership and control, Harvard Law and Economics discussion paper n. 60.
- Bebchuk, L., Kraakman, R. e G. Triantis (2000), Stock Pyramids, cross-ownerships, and the dual class equity: the creation and agency costs of separating control from cash flow rights, R.K. Morck (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, NBER Conference Report Series, Chicago and London, p. 295-315.
- Bennedsen, M. e K. Nielsen (2006), The principle of proportional ownership, investor protection and firm value in Western Europe, ECGI Finance Working Paper n. 134.
- Berlinguer, L. (1970), Sui progetti di Codice di Commercio del Regno d'Italia (1807-1808), Milano, p. 21-32.
- Bigelli, M. (2003), Le azioni di risparmio. Un'analisi economica e gli effetti sulla governance dell'impresa, Bologna.
- Bigelli, M., Mehrotra, V., e R., Rau (2011), Why are shareholders not paid to give up their voting privileges? Unique evidence from Italy, *Journal of Corporate Finance*, 17, p. 1619-1635.
- Bione, M. (1991), Le azioni, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Vol. 2*.
- Blandini, A. (2004), Le azioni a voto limitato nella riforma, in *Giur. Comm.*, I, p. 467 e ss..
- Bodnaruk, A., Kandel, E., Massa, M. e A. Simonov (2007), Shareholder diversification and the decision to go public, *Review of Financial Studies*, p. 2779-2829.
- Bolton, P. e D. Scharstein (1990), A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting, *American Economic Review*, 80(1), p. 93-106.
- Bonell, J. (1982), Democrazia industriale e diritto societario nella legislazione comunitaria, in *Giur. comm.*, I, p. 369.
- Bradley, M. (1980), Interfirm tender offers and the market for corporate control, *Journal of Business*, 53, p. 345-376.
- Bruno, F. e A. Rozzi (2008), Dall'azione di risparmio all'azione sviluppo: il primo strumento finanziario ibrido qualificato, in *Le Società*, fasc. 7, 832-843.
- Burkart, M., D. Gromb e F. Panunzi (1997), Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm, *The Quarterly Journal of Economics*, 112, 3, p. 693-728.
- Burkart, M, e F. Panunzi (2006), Takeover, ECGI Working Paper.
- Burkart, M., e S. Lee (2008), One Share-One Vote: The Theory, *Review of Finance*, 12, p.1-49.
- Buxbaum, R.M. (1985), The Internal Division of Powers in Corporate Governance, 73 CALIF. L. REV., p. 1671.

- Cagnasso, O. e M. Irrera (1990), Società con partecipazione pubblica, società in accomandita per azioni, società a responsabilità limitata, trasformazione e fusione, società estere, in *Giur. sist. civ. e comm. fondata da W. Bigiavi*, II ed., Torino.
- Cahn, A. e D. Donald (2010), *Comparative Company Law*, Cambridge.
- Calvosa, L. (2006), L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento, in *Riv. Dir. Comm.*, I, pp. 193-206.
- Calvosa, L. (1999), *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, Milano.
- Calvosa, L. (1995), *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano.
- Campobasso, G.F. (1969), Le azioni di risparmio nel progetto di riforma delle società commerciali, *Banca e borsa*, I, p. 69.
- Casella, M. (1973), Legittimità del voto scalare nelle società per azioni, *Riv. soc.*, p. 417
- Cestone, G. (2013), *Venture Capital Meets Contract Theory: Risky Claims or Formal Control?*, ECGI Working Paper, February.
- Chemmanur, T. J. e Y. Jiao (2006), Dual class IPOs, share recapitalizations, and unifications: a theoretical analysis, ECGI Finance Working Paper n. 129.
- Chieffi, A. (2010), Azioni di categoria speciale convertibili in caso di opa: il pendolo della regolamentazione e l'evoluzione degli orientamenti della Consob, *RDS*, 3, p. 652-664.
- Chieffi, A. (2009), L'azione sviluppo e la Consob: riflessioni in memoria della *passivity rule*, *Giur. Comm.*, II, 788.
- Civitelli, M. (2004), La riforma delle società di capitali e le azioni di risparmio, in *Giur. comm.*, I, p. 504 e ss.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan J.P.H. e L.H.P. Lang (2002), Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings, *Journal of Finance*, 57, p. 2741-2771.
- Cornett, M.M. e M.R. Vetsuypens (1989), voting rights and shareholder wealth: the issuance of limited voting common stock, in *managerial and decision economics*, 10, p. 175-188.
- Corsi, F. (1991), *La società in accomandita per azioni*, in *Trattato di dir. priv.*, diretto da P. Rescigno, 17, Torino, rist.
- Costi, R. (1989), *Informazione e mercato finanziario*, in *Banca, impresa e società*, p. 205.
- Costi, R. (1986), *L'identificazione dei soci delle società bancarie*, in *Banca, impresa e società*, p. 221.
- Costi, R. (1973), *Della società in accomandita per azioni*, in *Comm. cod. civ.*, a cura di A. Scialoja – G. Branca, Bologna-Roma.
- Costi, R. (1969), *L'azionista accomandatario*, Padova.
- Cottino, G. (1994), *Diritto commerciale*, Vol. I, Tomo II, III ediz., p. 271.
- Cottino, G. (1990), *La società commerciale tra personalizzazione e spersonalizzazione*, *Economia e Credito*, p. 303 e ss.
- Couret, A. e al. (2013), *Droit financier*, Paris.
- Cronqvist, H. e M. Nilsson (2003), Agency costs of controlling minority shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, p. 81-112.
- D'Aguesseau, H.F. (1960), *Mémoire sur le commerce des actions de la Compagnie des Indes*, in *Riv. soc.*, p. 155.
- D'Alessandro, F. (1988), *La seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. soc.*, p. 1 e ss.
- D'Alessandro, F. (1986), *L'attività di sollecitazione del pubblico risparmio*, in *AA. VV.*, *Sistema finanziario e controlli:*

dall'impresa al mercato, Milano, p. 98.

D'Alessandro, F. (1968), *I titoli di partecipazione*, Milano.

Dalluscheck, G. A. (1855), *Trattato del diritto mercantile*, Padova.

D'Attorre, G. (2007), *Il principio di eguaglianza tra i soci nelle società per azioni*, Milano.

Davies, P. (2010), *Introduction to Company Law*, Oxford.

De Angelo, H. e L. De Angelo (1985), *Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock*, *Journal of Financial Economics* 14, p. 33-69.

De Maddalena, A. (1956), *I mulini di Tolosa*, *Riv. Soc.*, anno 1, fasc. 2.

Dent, G. W. (1986), *Dual Class Capitalization: A Reply to Professor Seligman*, 54 *Geo. Wash. L. Rev.*, p. 725.

Dewatripont, M. e J. Tirole, (1994), *A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager- Shareholder Congruence*, *Quarterly Journal of Economics*, 109, p. 1027-1054.

Dimitrov, V. e P.C. Jain (2006), *Recapitalization of one class of common stock into dual-class: Growth and long-run stock returns*, *Journal of Corporate Finance*, 12, p. 342-366.

Dyck, A. e L. Zingales (2004), *Private Benefits of Control: An International Comparison*, *Journal of Finance*, 59(2), p. 537-600.

Easterbrook, F. H. e D. R. Fischel (1996), *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard.

Elena, N. (1927), *Le azioni con voto plurimo o con voto altrimenti privilegiato nelle società commerciali italiane*, Torino.

European Commission (2012), *Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies*.

Ferrarini, G. (2006), *One Share - One Vote: A European Rule?*, ECGI Law Working Paper n. 58.

Ferrarini, G. (1993), *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle S.p.a.* diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, Vol. 10, Tomo 2, Torino.

Ferretti, R., M. Murgia e S. Sandri (1993), *Il valore delle azioni di risparmio: nuove evidenze empiriche*, in *Finanza, Imprese e Mercati*, 3, p. 351-389.

Ferri G. (1990), *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in *Scritti Giuridici*, III, Napoli, p. 199.

Ferri, G. (1988), *Le società*, III ediz., in *Trattato di diritto civile italiano* fondato da F. Vassalli, Torino.

Ferri, G. (1966), *La società per azioni di due soci*, in *Riv.not.*, I, p. 3 ss.

Fischel, D.R. (1987), *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock*, 54 *U. Chi. L. Rev.*, p. 119.

Fornasiero, G. (1984), *Organizzazione e intuitus nelle società*, Padova.

Franceschelli, R. (1950), *Passaggio a capitale di saldi attivi di rivalutazione monetaria, azioni a voto plurimo e compiti dell'Autorità Giudiziaria*, in *Riv. Dir. comm.*, II, 196.

Frè, G. e G. Sbisà (1997), *Della società per azioni*, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, tomo I, Artt. 2325-2409, Bologna-Roma, p. 364.

Gale, D. e M. Hellwig (1985), *Incentive-compatible Debt Contracts: The One-period Problem*, *Review of Economic Studies*, 52, p. 647-663.

Galgano, F. (1996), *Le società per azioni. Principi generali (artt. 2325-2341)*, in *Il codice civile Commentario*, diretto

da P. Schlesinger, Milano, p. 3 e ss.

Galgano, F. (1993), *Diritto Commerciale - Le società*, IV Ediz., Bologna, p. 135.

Galgano, F. (1990), *Diritto civile e commerciale*, Vol. III, *L'impresa e le società*, Tomo II, Padova, pp. 107 e ss.

Galgano, F. (1985), *Società in accomandita per azioni*, in *Trattato di dir. comm. e dir. pubbl. econ.*, diretto da F. Galgano, VIII, Padova, p. 3 ss.

Galgano, F. (1976), *Storia del diritto commerciale*, Bologna, pp. 79-84.

Gasperoni, N. (1957), *Azioni di società (voce)*, in *Noviss. Dig. it.*, vol. II, Torino, p. 183.

Giampaolino, C.F. (2004), *Le azioni speciali*, Milano, 170 ss.

Gilson, R.J. (1987), *Evaluating dual-class common stock: The relevance of substitutes*, *Virginia Law Review*, 73, p. 807- 843.

Gilson, R.J. e A. Schwartz (2012), *Constraints on private benefits of control: ex ante control mechanisms versus ex post transaction review*, *ECGI Law Working Paper n. 194*.

Gomes, A. (2000), *Going Public without Governance: Managerial Reputation Effects*, *The Journal of Finance*, 55(2), p. 615-646.

Gompers, P.A., Ishii, J.L. e A. Metrick (2010), *Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States*, *Review of Financial Studies*, p. 1051-1088.

Gordon, G.N. (1988), *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, 76 *Calif. L. Rev.*, p. 3.

Grassetti, C. (1949), *Azioni a voto plurimo e aumento di capitale per conguaglio monetario*, in *Riv. Dir. Comm.*, I, p. 81.

Graziani, A. (1963), *Diritto delle società*, V ediz., Napoli, p. 178.

Grossman, S.J. e O.D. Hart (1980), *Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation*, *Bell Journal of Economics*, 11, p. 42-64.

Grossman, S.J. e O.D. Hart (1986), *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*, *Journal of Political Economy*, 94, p. 691-719.

Grossman, S.J. e O.D. Hart (1988), *One share - one vote and the market for corporate control*, *Journal of Financial Economics*, 175, p. 175-202.

Guasti, A. (1927), *Privilegi azionari e voto plurimo nelle società anonime italiane ed estere*, Milano.

Hayden, G.M. e M.T. Bodie (2008), *The False Promise of One Share One Vote*, *Legal Studies Research Paper Series*, Research Paper n. 01.

Hansmann, H. e R. Kraakman (2004), *The Basic Governance Structure*, in AA. VV., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, New York.

Harris, M. e A. Raviv (1979), *Optimal Incentive Contracts with Imperfect Information*, *Journal of Economic Theory*, 20(2), p. 231-259.

Harris, M. e A. Raviv (1988), *Corporate governance, voting rights and majority rules*, *Journal of Financial Economics*, 20, p. 203-235.

Hart, O. e J. Moore (1994), *A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital*, *Quarterly Journal of Economics*, 109, p. 841-879.

- Hart, O. e J. Moore (1998), Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt, *Quarterly Journal of Economics*, 113, p. 1–41.
- High Level Group of Company Law Experts (2002a), Report on Issues Related to Takeover Bids.
- High Level Group of Company Law Experts (2002b), Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe.
- Holmèn, M. e P. Högfeltdt (2004), A law and finance analysis of initial public offerings, *Journal of Financial Intermediation*, 13, p. 324–358.
- Holmèn, M. (2011), Foreign investors and dual class shares, Working Paper, University of Gothenburg.
- Holmstrom, B. (1979), Moral Hazard and Observability, *The Bell Journal of Economics*, 10(1), p. 74–91.
- Ippolito (2006), Takeover defenses, firm-specific skills and managerial entrenchment, Working Paper, University of Oxford.
- Jaeger, P. G. (1963), *L'interesse sociale*, Milano.
- Jaeger, P. G. (1976), *Il voto divergente nella società per azioni*, Milano, 1976.
- Jarrell, G.A. e A.B. Poulsen (1988), Dual-class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms: the recent evidence, *Journal of Financial Economics*, 20, p.129-152.
- Jensen, M.C., e W.H. Meckling (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and capital Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, p 305–360.
- Johnson, B., Magee, R., Nagarajan, N. e H. Newman (1985), An analysis of the stock price reaction to sudden executive deaths, *Journal of Accounting and Economics*, p. 151–174.
- Kahan, M. (1993), Sales of corporate control, *Journal of Law Economics and Organization* 9, p. 368-379.
- Kaplan, S.N. e P. Stromberg, 2002, Financial Contracting Theory Meets The Real World: An Empirical Analysis Of Venture Capital Contracts, *Review of Economic Studies* 00, p. 1–35.
- Khachaturyan, A. (2006), The One-Share-One-Vote Controversy in the EU, ECMI Paper n. 1.
- King, M.R. e E. Santor (2008), Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms, in *Journal of Banking and Finance* 32, p. 2423-2432.
- Knoeber, C.R. (1986), Golden parachutes, shark repellents and hostile tender offers, *American Economic Review*, 76, p.155-167.
- Kraakman, R. R. e al. (2006), (a cura di L. Enriques), *Diritto societario comparato*, Bologna.
- Lamandini, M. (2002), Società di capitali e struttura finanziaria: spunti per la riforma, in *Riv. Soc.*, 1, p. 142.
- Lamandini, M. (2001), *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna.
- La Porta, R., Lopez De Silanes, F., Shleifer, A. e R.W. Vishny (2002), Investor protection and corporate valuation, *Journal of Finance* 57, p.1147-1170.
- La Sala, G.P. (2011), *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino.
- Lehn, K., Netter, J. e A. Poulsen (1990), Consolidating corporate control: Dual-class recapitalizations versus leverage buyouts, *Journal of Financial Economics*, 27, p. 557–580.
- Lepetit, J.-F. (2005), *Rapport du groupe de travail sur la transposition de la directive concernant les offres publiques d'acquisition*, Paris.
- Li, K., Ortiz Molina, H., e X. Zhao (2008), Do Voting Rights Affect Institutional Investment Decisions? Evidence from

- Dual-Class Firms, *Financial Management*, p. 713-745.
- Libonati, B. (1983), Clausola di gradimento e appello al risparmio diffuso, in *Riv. Dir. Comm.*, I, 225.
- Lins, K.V. (2003), Equity ownership and firm value in emerging markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, p. 159-84.
- Locré, J.C. (1827-1831), *La législation civile, commerciale et criminelle de la France*, Paris, vol. I, p. 122-140 e vol. XVII, pp. 5-13
- Lucantoni, P. (2005), Il valore del voto nelle società aperte: spunti per una ricostruzione in termini di efficienza delle norme, in *Nuovo diritto societario e analisi economica del diritto*, Milano.
- Marocco, A., A. Morano e D. Raynaud (1990), *Società in accomandita per azioni*, (Casi e materiali di diritto societario), Milano, 1990.
- Martorano, F. (1997) *I titoli di credito*, III Ediz., Milano.
- Masulis, R.W., Wang, C. e F. Xie (2009), Agency Problems at dual-class companies, *The Journal of Finance*, 4, p. 1697-1727.
- Masulis, R.W., P. K., Pham e J. Zein (2011), Family business groups around the world: Costs and benefits of pyramids, *Review of Financial Studies*, forthcoming.
- Maury, B., e A. Pajuste (2004), multiple controlling shareholders and firm value, *Journal of banking and finance*, 29, p. 1813-1834.
- Maury, B., e A. Pajuste (2011), Private benefits of control and dual-class share unifications, in *Managerial and Decision Economics*, 32(6), p. 355-369.
- Maynes, E. (1992), Reallocation of voting rights and shareholders' wealth, *Canadian Journal of Economics*, 25, p. 538-63.
- Merle, P. (2013), *Droit commercial, Sociétés commerciales*, Paris.
- Mignoli, A. (1960), Idee e problemi nell'evoluzione della "company" inglese, in *Riv. soc.*, p. 640.
- Mignoli, A. (1960), *Le assemblee speciali*, Milano.
- Minervini, G. (1989), *La Consob*, Napoli.
- Montalenti, P. (2007), *Amministrazione, controllo, minoranze nella Legge sul Risparmio*, La nuova legge di tutela del risparmio, Milano, 34
- Montalenti, P. (1985), *Il socio accomandante*, Milano.
- Montalenti, P. (1981), *Democrazia industriale e diritto dell'impresa*, Milano.
- Morck, R., Wolfenzon, D. e B. Yeung (2005), Corporate governance, economic entrenchment, and growth, *Journal of Economic Literature*, p. 657-722.
- Musso, A. (1996), *La rilevanza esterna del socio nelle società di capitali*, Milano.
- Nenova, T. (2003), The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis, *Journal of Financial Economics*, 68, p. 325-351.
- Norguet, D. (2007), «Une action = Une voix », *Faut-il imposer une égalité entre participation au capital et détention du pouvoir?*, CCIP, Paris.
- Notari, M. (2006), Le categorie speciali di azioni, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Cambasso, diretto da Abbadessa e Portale, 1, Torino, p. 593.

- Padoa Schioppa, A. (1992), *Saggi di storia del diritto commerciale*, Milano.
- Pagano, M. e P. Volpin (2005), *Managers, workers and corporate control*, *Journal of Finance* 60, p. 841-868.
- Palmieri, M. (2008), *Le azioni di sviluppo*, *Giur. Comm.*, I, 325.
- Partch, M.M. (1987), *The Creation of a class of limited voting common stock and shareholders' wealth*, *Journal of Financial Economics*, 18, p. 313-339.
- Pomelli, A. (2008), *Rischio d'impresa e potere di voto nelle società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, I, pp. 510-550.
- Portale, G.B. (1974), *I conferimenti in natura 'atipici' nella S.p.A.*, Milano.
- Presti, G. (2004), *La riforma delle società quotate*, in *Il nuovo diritto delle società di capitali e cooperative*, a cura di M. Rescigno e A. Sciarrone Alibrandi, Milano, pp. 209-244.
- Rado, *Comparative Company Law*, Saarbrücken, 2011, p. 227
- Ravà, R. (1929), *Il voto plurimo nelle società per azioni*, Bologna.
- Righini, E. (1993), *I valori mobiliari*, Milano.
- Ripley, W.Z. (1927), *Main Street and Wall Street*, Boston.
- Rivolta, G.C. (1965), *La partecipazione sociale*, Milano.
- Roberti, M. (1946), *Milano capitale napoleonica*, Milano.
- Rosapepe, R. (1988), *L'esclusione del diritto di opzione degli azionisti*, Milano.
- Ruback, R.S. (1988), *Coercive Dual-Class Exchange Offers*, 20 *J. FIN. ECON.*, p.153.
- Sacchi, R. (1991), *L'intervento e il voto nell'assemblea delle s.p.a. – profili procedurali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 3*, Torino.
- Sanfilippo, P.M. (2000), *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino.
- Santoro, V. (2003), *Commento all'art. 2351*, in Sandulli - Santoro (a cura di), *La riforma delle società*, Torino.
- Santosuosso, D. (2003), *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei DD.Lgs. 17 gennaio 2003, nn. 5 e 6*, Milano.
- Santosuosso, D.U. (1993), *Il principio di libera trasferibilità delle azioni*, Milano.
- Schmid, M.M. (2009), *Ownership structure and the separation of voting and cash flow rights—evidence from Switzerland*, in *applied financial economics*, 19, p. 1453-1476.
- Scialoja, A. (1925), *Il voto plurimo nelle società per azioni*, in *Foro it.*, I, 757.
- Sciuto, M. e P. Spada (2004), *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 1*, Torino.
- Scognamiglio, G. (1991), *Partecipazioni rilevanti e partecipazioni reciproche dopo la legge 281/1985*, in *Tratt. Dir. Priv.* diretto da P. Rescigno, 22, *Appendice di aggiornamento*, Torino.
- Scognamiglio, G. (1985), *Obblighi di comunicazione e concetto di partecipazione sociale*, in *Riv. dir. comm.*, I, 233.
- Seligman, J. (1986), *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, 54 *Geo.Wash.L.Rev.*, p. 687.
- Sena, G. (1961), *Il voto nella assemblea della società per azioni*, Milano.

- Shearman & Sterling, ISS and ECGI (2007), Report on the Proportionality Principle in the European Union.
- Smart, S. e C.J. Zutter (2003), Control as a motivation for underpricing: A comparison of dual and single-class IPOs, *Journal of Financial Economics*, 69, p. 85-110.
- Smart, S., Thirumalai, R.S. e C.J. Zutter (2007), What's in a vote? the short and long run impact of dual-class equity on IPO firm value, *Journal of Accounting and Economics*, p. 94-115.
- Spada, P. (2004), Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla 'nuova' società a responsabilità limitata), in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova, p. 45.
- Spada, P. (1994), *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, II ed., Torino.
- Spada, P. (1985), Dalla nozione al tipo della società per azioni, in *Riv. dir. civ.*, I, p. 95 e ss..
- Stagno D'Alcontres, A. (2004), *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini e Stagno D'Alcontres, I, Napoli, 2004.
- Stanghellini, L. (1997), *I limiti statutari alla circolazione delle azioni*, Milano.
- Stein, J. (1988), Takeover threats and managerial myopia, *Journal of Political Economy*, 96, p. 61-80.
- Taylor, S. e G. Whittred (1998), Security Design and the Allocation of Voting Rights: Evidence from the Australian Ipo Market, *Journal of Corporate Finance*, 4, p. 107-131.
- Tofanelli, M. e F. Chiappetta (1993), *Informazione societaria e mercato mobiliare*, Milano, 1993.
- Tofanelli, M. (1988), Trasparenza e obbligo di comunicazione delle partecipazioni sociali nelle ipotesi previste dal 2° comma dell'art. 5 della l. n. 216/74, in *Giur. comm.*, I, p. 382.
- Tombari, U. (2002), Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotata), in *Riv. soc.*, p. 1074.
- Ungari, P. (1974), *Profilo storico delle anonime in Italia*, Roma.
- Ungari, P. (1968), I precedenti storici del vigente diritto delle società per azioni, in *Ricerca sulle società commerciali*, Collana dei Quaderni di studi di legislazione della Camera dei deputati, Roma.
- Vella, F. (2002), Diritto societario e modelli di sviluppo delle PMI, in *Associazione Disiano Preite, Verso un nuovo diritto societario*, a cura di Benazzo-Ghezzi-Patriarca, Bologna, Il Mulino.
- Ventoruzzo, M. (2002), I «listing standards» nell'esperienza statunitense, in *AGE*, vol.1, p. 325.
- Vietti, M. (2003), *Nuove società per un nuovo mercato – La riforma delle società commerciali*, Roma.
- Vighi, A. (1969), Notizie storiche sugli amministratori ed i sindaci delle società per azioni anteriori al codice di commercio francese (contributo alla storia delle società per azioni), in *Riv. soc.*, p. 663 ss.
- Villalonga, B. e R.H. Amit (2006), How do family ownership, control and management affect firm value?, *Journal of Financial Economics*, 80, p. 385-417.
- Visentini, G. (1985), I valori mobiliari, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da P. Rescigno, 16, Torino, 1985.
- Visentini, G. (1959), Azioni di società, in *Enc. Dir.*, vol. IV, Milano.
- Vitali, M.L. (2007), Le deviazioni dal principio di proporzionalità nell'esercizio del diritto di voto: un recente studio della Commissione europea, *Rivista delle Società*, p. 904-909.
- Weigmann, R. (1993), Le offerte pubbliche di acquisto, in *Trattato delle S.p.a.* diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, Vol. 10, Tomo II, Torino.

Zanarone, G. (1995), S.r.l. contro S.p.a. nella legislazione recente, in *Giur. comm.*, p. 401 e ss.

Zanarone, G. (1985), Società a responsabilità limitata, in *Trattato dir. comm. e dir. pubbl. dell'economia*, diretto da F. Galgano, 8, Bologna, p. 181.

Zingales, L. (1991), Un'analisi economica delle azioni di risparmio, in A. Penati (a cura di), *Il rischio azionario e la borsa*, Milano.

Zingales, L. (1995), Insider Ownership and the Decision to Go Public, *Review of Economic Studies*, 62, p. 425-448.

Recenti pubblicazioni

- 5** – gennaio 2014
Quaderni giuridici La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo
S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'Eramo, N. Linciano
- 4** – settembre 2013
Quaderni giuridici I controlli interni nelle società quotate. Gli assetti della disciplina italiana e i problemi aperti
G. Gasparri
- 74** – agosto 2013
Quaderni di finanza Probabilità reali e probabilità neutrali al rischio nella stima del valore futuro degli strumenti derivati
L. Giordano, G. Siciliano
- 3** – aprile 2013
Quaderni giuridici Le linee di azione della Commissione europea in materia di *corporate governance* e i riflessi sull'ordinamento italiano
S. Alvaro, B. Lupini
- 2** – febbraio 2013
Quaderni giuridici L'autodisciplina in materia di *corporate governance*. Un'analisi dell'esperienza italiana
S. Alvaro, P. Ciccaglioni, G. Siciliano
- 73** – gennaio 2013
Quaderni di finanza The impact of financial analyst reports on small caps prices in Italy
C. Guagliano, N. Linciano, C. Magistro Contento
- 72** – dicembre 2012
Quaderni di finanza Financial contagion during Lehman default and sovereign debt crisis. An empirical analysis on Euro area bond and equity markets
M. Gentile, L. Giordano
- 5** – dicembre 2012
Discussion papers Il *trading* ad alta frequenza. Caratteristiche, effetti e questioni di *policy*
S. Alvaro, V. Caivano, S. Ciccarelli, G. Di Stefano, M. Fratini, M. Giliberti, N. Linciano, I. Tarola
- 1** – novembre 2012
Quaderni giuridici Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza nell'organo di amministrazione delle società quotate
S. Alvaro, G. Mollo, G. Siciliano

- 71** – ottobre 2012
Quaderni di finanza The determinants of government yield spreads in the euro area
L. Giordano, N. Linciano, P. Soccorso
- 4** – luglio 2012
Discussion papers La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario
N. Linciano, P. Soccorso
- 3** – luglio 2012
Discussion papers I Fondi Sovrani e la regolazione degli investimenti nei settori strategici
S. Alvaro, P. Ciccaglioni
- 2** – dicembre 2011
Discussion papers L'*overpricing* dei *covered warrant*: evidenze per il mercato italiano
E. Ciccone, L. Giordano, R. Grasso
- 70** – ottobre 2011
Quaderni di finanza Women on boards in Italy
M. Bianco, A. Ciavarella, R. Signoretti
- 69** – luglio 2011
Quaderni di finanza L'impatto della frammentazione degli scambi azionari sui mercati regolamentati europei
S.F. Fioravanti, M. Gentile
- 68** – maggio 2011
Quaderni di finanza La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le Autorità
Atti del Convegno Consob-LUISS, Roma 4 giugno 2010
- 1** – febbraio 2011
Discussion papers I *credit default swap*.
 Le caratteristiche dei contratti e le interrelazioni con il mercato obbligazionario
L. Amadei, S. Di Rocco, M. Gentile, R. Grasso, G. Siciliano
- 67** – luglio 2010
Quaderni di finanza Le obbligazioni emesse da banche italiane.
 Le caratteristiche dei titoli e i rendimenti per gli investitori
R. Grasso, N. Linciano, L. Pierantoni, G. Siciliano
- 4** – aprile 2010
Position papers Aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo
- 66** – gennaio 2010
Quaderni di finanza Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori *retail*. Le indicazioni di *policy* della finanza comportamentale
N. Linciano