

## DECLARATORIA SULLA TESI DI DOTTORATO

Il/la sottoscritto/a

COGNOME

NOME

Matricola di iscrizione al Dottorato

Titolo della tesi:

Dottorato di ricerca in

Ciclo

Tutor del dottorando

Anno di discussione

### DICHIARA

sotto la sua responsabilità di essere a conoscenza:

- 1) che, ai sensi del D.P.R. 28.12.2000, N. 445, le dichiarazioni mendaci, la falsità negli atti e l'uso di atti falsi sono puniti ai sensi del codice penale e delle Leggi speciali in materia, e che nel caso ricorressero dette ipotesi, decade fin dall'inizio e senza necessità di nessuna formalità dai benefici previsti dalla presente declaratoria e da quella sull'embargo;
- 2) che l'Università ha l'obbligo, ai sensi dell'art. 6, comma 11, del Decreto Ministeriale 30 aprile 1999, n. 224, di curare il deposito di copia della tesi finale presso le Biblioteche Nazionali Centrali di Roma e Firenze, dove sarà consentita

la consultabilità, fatto salvo l'eventuale embargo legato alla necessità di tutelare i diritti di enti esterni terzi e di sfruttamento industriale/commerciale dei contenuti della tesi;

- 3) che il Servizio Biblioteca Bocconi archiverà la tesi nel proprio Archivio istituzionale ad Accesso Aperto e che consentirà unicamente la consultabilità on-line del testo completo (fatto salvo l'eventuale embargo);
- 4) che per l'archiviazione presso la Biblioteca Bocconi, l'Università richiede che la tesi sia consegnata dal dottorando alla Società NORMADEC (operante in nome e per conto dell'Università) tramite procedura on-line con contenuto non modificabile e che la Società Normadec indicherà in ogni piè di pagina le seguenti informazioni:
  - tesi di dottorato: Le azioni a voto plurimo;
  - di Dragani Vassilios Roberto;
  - discussa presso l'Università commerciale Luigi Bocconi – Milano nell'anno 2016;
  - La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore (legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche). Sono comunque fatti salvi i diritti dell'Università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte;
- 5) che la copia della tesi depositata presso la NORMADEC tramite procedura on-line è del tutto identica a quelle consegnate/inviolate ai Commissari e a qualsiasi altra copia depositata negli Uffici dell'Ateneo in forma cartacea o digitale e che di conseguenza va esclusa qualsiasi responsabilità dell'Ateneo stesso per quanto riguarda eventuali errori, imprecisioni o omissioni nei contenuti della tesi;
- 6) che il contenuto e l'organizzazione della tesi è opera originale realizzata dal sottoscritto e non compromette in alcun modo i diritti di terzi (legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche), ivi compresi quelli relativi alla sicurezza dei dati personali; che pertanto l'Università è in ogni caso esente da responsabilità di qualsivoglia natura, civile, amministrativa o penale e sarà dal sottoscritto tenuta indenne da qualsiasi richiesta o rivendicazione da parte di terzi;
- 7) che la tesi di dottorato non è il risultato di attività rientranti nella normativa sulla proprietà industriale, non è stata prodotta nell'ambito di progetti finanziati da soggetti pubblici o privati con vincoli alla divulgazione dei risultati; non è oggetto di eventuali registrazioni di tipo brevettale o di tutela, e quindi non è soggetta a embargo;

Data 1 febbraio 2016

COGNOME

Dragani

NOME

Vassilios Roberto



## ABSTRACT

Nell'evoluzione delle società commerciali si nota come vi sia stata – e tuttora vi sia – la tendenza a diversificare i diritti amministrativi (e conseguentemente l'ingerenza sulla gestione) degli associati. In questo contesto, la maggioranza degli ordinamenti sul finire del XIX secolo ammetteva, più o meno pacificamente, sistemi di voto sovraproporzionale, mentre più difficilmente erano ritenute legittime clausole che limitassero o escludessero il diritto di voto, ritenuto, prima, fondamentale prerogativa del socio e, poi, della partecipazione azionaria. In Italia, nel vigore dei codici di commercio del 1865 e del 1882, si assiste a un diffuso utilizzo delle azioni a voto plurimo, che, non trovando esplicito riconoscimento legislativo, furono oggetto di ampio dibattito in dottrina e giurisprudenza e oggetto di diverse proposte di riforma. Il codice civile del 1942, redatto in un particolare momento storico-politico, vedendo nella società per azioni un modello preconstituito per l'esercizio dell'impresa medio-grande che, conseguentemente, necessita di una rigida regolamentazione statale, opta per la scelta abolizionistica, introducendo, invece, le azioni a voto limitato.

Da qui, lo scopo del presente lavoro è quello di indagare le motivazioni che per più di mezzo secolo, fino alla riforma del 2014, hanno impedito l'abolizione del divieto di emissione di azioni a voto plurimo e di verificare se, in realtà, esse trovavano giustificazione nell'intero sistema legislativo vigente.

Conclusa, con esito negativo, tale indagine, si sono esaminati gli ordinamenti di 28 Paesi europei ed extraeuropei, classificandoli in base alla libertà di deviazione concessa dal principio *one share – one vote*; mostrandosi, attraverso una correlazione statistica che, laddove l'autonomia delle parti è più ampia, il mercato dei capitali è (tendenzialmente) più sviluppato.

Si è analizzato, quindi, con gli occhiali della *law and economics*, il *trade off* tra l'impiego delle azioni a voto plurimo e altri *Control Enhancing Mechanisms*, quali metodi di separazione della proprietà azionaria dalle prerogative di controllo sulla società, mostrando, anche attraverso l'ausilio di analisi statistiche, che l'impiego del voto plurimo e maggiorato può costituire un valido strumento per perseguire obiettivi di *performance* sociale nel lungo periodo e un efficace incentivo per accedere al mercato dei capitali.

Dopo aver fornito argomenti circa i benefici di tale meccanismo in un'ottica di efficiente *corporate governance*, si è focalizzata l'attenzione su alcuni nodi interpretativi derivanti dall'introduzione della recente normativa, quali il computo delle azioni a voto plurimo nel calcolo dei *quorum* assembleari, l'esercizio del diritto di recesso e la disciplina delle categorie azionarie, sempre, però, tenendo a mente, durante l'esercizio del processo esegetico, l'intero sistema del diritto societario, innovato profondamente dalla riforma del 2003 in poi.



## INDICE SOMMARIO

### CAPITOLO I

#### LE AZIONI A VOTO PLURIMO NELL'EVOLUZIONE DEL DIRITTO SOCIETARIO

1.	Disparità di diritti amministrativi nei primi esempi di società commerciali .....	11
2.	Le azioni a voto plurimo alla vigenza del codice di commercio del 1882.....	15
3.	<i>Intuitus personae</i> e criticità del voto plurimo. ....	23
4.	(Segue): Diversità di attribuzioni economiche fra azionisti e finalità del voto plurimo nella società anonima.....	33
5.	Dal progetto D'Amelio al codice civile del '42 .....	40
6.	La riforma del 2003 e un'occasione (quasi) mancata .....	49
7.	Le deroghe statutarie al divieto di voto sovrapporzionale e le clausole attributive di "pluspotere" nel sistema anteriore alla riforma del 2014.....	60

### CAPITOLO II

#### VOTO PLURIMO, MAGGIORATO, DEVIAZIONI DAL PRINCIPIO DI PROPORZIONALITÀ IN DIRITTO COMPARATO E SVILUPPO DEI MERCATI DI CAPITALI

1.	Classificazione degli ordinamenti e scopo della ricerca.....	67
2.	Libertà e autonomia statutaria nella configurazione dei diritti di voto .....	68
2.1.	Canada .....	68
2.1.1.	(Segue): La suddivisione del capitale azionario della società <i>Bombardier Inc.</i> .....	71
2.2.	Danimarca.....	72
2.2.1.	(Segue): Le azioni con dieci voti della società <i>Carlsberg A/S</i> .....	73
2.3.	Finlandia .....	73
2.3.1.	(Segue): Lo statuto della società <i>Kesko Oyj</i> .....	74
2.4.	Gran Bretagna .....	75
2.5.	Hong Kong .....	75
2.6.	Irlanda .....	76
2.6.1.	(Segue): La struttura azionaria della società <i>CRH Plc.</i> .....	78
2.7.	Nuova Zelanda .....	79
2.7.1.	(Segue): Lo statuto della società <i>Millennium &amp; Copthorne Hotels New Zealand Limited</i> .....	80
2.8.	Singapore .....	80
2.8.1.	(Segue): Le management shares della società <i>Singapore Press Holdings Ltd.</i> .....	82
2.9.	Stati Uniti d'America.....	82
2.9.1.	(Segue): Il capitale azionario della società <i>Alphabet Inc.</i> .....	85
2.10.	Sudafrica .....	86
2.10.1.	(Segue): Le azioni con 200 voti della società <i>Rex Trueform Clothing Company Ltd</i> .....	88
3.	Deroghe con particolari restrizioni al principio <i>one share-one vote</i> .....	88
3.1.	Ordinamenti che permettono, a particolari condizioni, l'emissione di azioni con diritti di voto potenziati, limitati e senza diritti di voto. Francia, Paesi Bassi, Polonia, Ungheria.....	89
3.2.	Sistemi che ammettono il voto sovrapporzionale ma non contemplano le azioni (interamente) prive del diritto di voto. Argentina, Svezia, Svizzera.....	94
3.2.1.	(Segue): Le azioni a voto potenziato della società <i>The Swatch Group SA</i> .....	96

3.3. <i>1 share – 0 ≤ vote ≤ 1</i> . Austria, Belgio, Brasile, Germania, Grecia, Lussemburgo, Portogallo, Slovenia, Spagna.....	96
4. Gli ordinamenti che non ammettono alcuna deviazione dal principio <i>one share – one vote</i> . Emirati Arabi Uniti e Qatar.....	103
5. Libertà nella configurazione dei diritti di voto e sviluppo dei mercati azionari. Analisi empirica.....	104

### CAPITOLO III LA RIFORMA DEL 2014

1. Il <i>background</i> europeo.....	121
2. L'art. 20 del d. l. 24 giugno 2014, n. 91. La scelta del "doppio binario" e le ragioni ispiratrici della riforma.....	127
3. Autonomia statutaria nella configurazione dei diritti di voto e tipo sociale.....	131

### CAPITOLO IV COSTI E BENEFICI DEL CONTROLLO: AZIONI A VOTO PLURIMO E MAGGIORATO E ALTRI CEMs. ANALISI EMPIRICA

1. <i>I control enhancing mechanisms</i> in generale.....	137
2. ( <i>Segue</i> ): e le diverse configurazioni in particolare nelle società ad azionariato disperso e concentrato.....	140
3. Gruppi piramidali Vs azioni a voto plurimo.....	144
4. <i>Firm performance</i> e <i>dual class shares</i> .....	149
5. Azioni a voto plurimo e incentivi alla quotazione: analisi empirica.....	151
6. Rapporto tra performance sociale e voto doppio: indagine fra le società quotate dell'indice CAC40.....	154
7. ( <i>Segue</i> ): azioni a voto plurimo e creazione di valore nelle società dell'indice OMX Stockholm 30.....	158

### CAPITOLO V LA DISCIPLINA DELLE AZIONI A VOTO PLURIMO NEL NUOVO ART. 2351 C.C.

1. Analisi della fattispecie di cui all'art. 2351, comma 4, c.c.....	163
2. Voto plurimo, condizione e termine. Le <i>loyalty shares</i> nelle società non quotate.....	167
3. La creazione delle azioni a voto plurimo in generale.....	173
4. Azioni a voto plurimo e modalità di calcolo dei quorum.....	173
5. La creazione delle azioni a voto plurimo in particolare.....	177
6. Creazione di azioni a voto plurimo mediante aumento del capitale sociale a pagamento.....	179
6.1. ( <i>Segue</i> ): ...senza esclusione del diritto di opzione in assenza di differenti categorie azionarie preesistenti.....	179
6.2. ( <i>Segue</i> ): ...senza esclusione del diritto di opzione in presenza di differenti categorie azionarie preesistenti.....	183
6.3. ( <i>Segue</i> ): ...con esclusione del diritto di opzione in presenza o assenza di differenti categorie azionarie preesistenti.....	187
7. Creazione di azioni a voto plurimo mediante aumento gratuito del capitale.....	187



8. Creazione di azioni a voto plurimo mediante conversione obbligatoria o facoltativa di tutte o alcune delle azioni .....	188
BIBLIOGRAFIA .....	189
INDICE DELLA GIURISPRUDENZA .....	225



*Accade talvolta di riscontrare,  
nello studio di istituti giuridici d'aspetto modernissimo,  
una curiosa analogia con antiche forme,  
che sembrano quasi risuscitate dopo lungo oblio  
per soddisfare a bisogni economici tutt'affatto peculiari del mondo contemporaneo.*  
(A. Guasti, 1928)

## CAPITOLO I

### LE AZIONI A VOTO PLURIMO NELL'EVOLUZIONE DEL DIRITTO SOCIETARIO

SOMMARIO: 1. Disparità di diritti amministrativi nei primi esempi di società commerciali - 2. Le azioni a voto plurimo alla vigenza del codice di commercio del 1882 - 3. *Intuitus personae* e criticità del voto plurimo - 4 - Diversità di attribuzioni economiche fra azionisti e finalità del voto plurimo nella società anonima - 5. Dal progetto D'Amelio al codice civile del '42 - 6. La riforma del 2003 e un'occasione (quasi) mancata - 7. Le deroghe statutarie al divieto di voto sovrapporzionale e le clausole attributive di "pluspotere" nel sistema anteriore alla riforma del 2014

#### 1. *Disparità di diritti amministrativi nei primi esempi di società commerciali*

Le azioni privilegiate nei diritti amministrativi, che nella loro forma attuale costituiscono il prodotto di una lunga evoluzione, hanno origini remote e si trovano già nei primi esempi di società anonime.

L'eguaglianza dei diritti dei soci, elemento peculiare dell'anonima a partire dalla codificazione napoleonica, tale non era nei primi esempi di società commerciali<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Cfr. A. SCIALOJA, *Sull'origine delle società commerciali*, in *Saggi di vario diritto*, Roma, 1927, I, 243 e ss.; A. BRUNETTI, *Società per azioni*, in *Trattato del diritto delle società*, Milano, 1948, II, 12 e ss.; A. MIGNOLI, *Idee e problemi nell'evoluzione della «company» inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, 639; più recentemente P. LEDOUX, *Le droit de vote des actionnaires*, Paris, 2002, 22 e ss. e G. P. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nelle società per azioni*, Torino, 2011, 3; in senso analogo A. GUASTI, *Privilegi azionari e voto plurimo nelle società anonime italiane ed estere. Contributo allo studio delle disparità contrattuali tra gli azionisti*, Milano, 1928, 8, in cui l'Autore sottolinea come la disparità che si riscontrava nel trattamento dei soci delle prime società commerciali a responsabilità limitata costituisce proprio uno degli argomenti adottati a provare la derivazione della società anonima dall'accomandita. Su tale ultima tesi cfr. anche W. ENDEMANN, *Manuale di diritto commerciale, marittimo, cambiario*, Napoli, 1897, 524; J. FICK, *Ueber Begriff und Geschichte der Aktiengesellschaften*, in *ZHR* 5, 1862, 1; in senso parzialmente contrario L. GOLDSCHMIDT, *Storia universale del diritto commerciale*, Torino, 1913, 227. Sulla storia dell'evoluzione del diritto di voto nelle società commerciali cfr. H. HANSMANN – M. PARGENDLER, *The Evolution of Shareholder Voting Rights: Separation of Ownership and Consumption*, in *Yale L. J.*, 2014, 100; C. A. DUNLAVY, *Social Conceptions of the Corporation: Insights from the History of Shareholder Voting Rights*, in *Wash. Lee L. Rev.*, 2006, 1347.

Le grandi compagnie coloniali del XVII e XVIII secolo, infatti, si presentavano con caratteri variegati, nei quali era comune, tuttavia, il principio della responsabilità limitata dei soci, sicché sono state considerate le antenate della società per azioni<sup>2</sup>; in esse non vi era uguaglianza dei soci e solo seguendone l'evoluzione si nota una certa tendenza a far convergere le determinazioni dei singoli verso la formazione di una volontà collettiva, rappresentata dall'assemblea.

Nella prima, la compagnia olandese delle Indie Orientali (*Vereenigde Oostindische Compagnie*), sorta ad Amsterdam dall'incorporazione di diverse associazioni mercantili locali, con un *Oktroi* del 20 marzo 1602<sup>3</sup> e con un capitale di sei milioni e mezzo di fiorini, diviso in azioni di tremila fiorini ciascuna, il corpo sovrano era composto soltanto dai maggiori azionisti (*Bewindhebbers*), fra cui venivano nominati dagli Stati Generali i 17 direttori (*Gubernatores*), costituenti l'organo esecutivo

---

<sup>2</sup> Sull'origine delle compagnie coloniali e sulla loro struttura organizzativa cfr. J. A. VAN DER CHIJS, *Geschiedenis Der Stichting Van de Vereenigde O.I. Compagnie En Der Maatregelen Van de Nederlandsche Regering Betreffende de Vaart Op Oost-Indie, Welke Aan Deze Stichting Voorafgingen*, Leyden, 1857, passim; G. C. KLERK DE REUS, *Geschichtlicher Überblick der administrativen, rechtlichen und finanziellen Entwicklung der Niederländisch-Ostindischen Compagnie*, Batavia-Hage, 1894, passim; K. LEHMANN, *Die geschichtliche Entwicklung des Aktienrechts bis zum Code de Commerce*, Berlino, 1895, 7 e ss.; A. VIGHI, *Notizie storiche sugli amministratori ed i sindaci delle società per azioni anteriori al codice di commercio francese. Contributo alla storia delle società per azioni*, Camerino, 1898, passim; W. M. F. MANSVELT, *Rechtsvorm en geldelijk beheer bij de Oost-Indische Compagnie*, Amsterdam, 1922, passim; A. SCIALOJA, *op. cit.*, 243 e ss.; J. PFLUGK-HARTUNG, *Storia universale*, Milano, 1928, IV, 79; A. BRUNETTI, *op. cit.*, 9 e ss., in cui si sottolinea che le grandi compagnie del secolo XVII e XVIII non erano manifestazione della libertà negoziale dei consociati ma venivano costituite mediante un provvedimento governativo che aveva la natura del privilegio; G. LUZZATO, *Storia economica dell'età moderna e contemporanea*, Padova, 1955, I, 225 e ss.; P. UNGARI, *I precedenti storici del vigente diritto delle società per azioni*, in *Ricerca sulle società commerciali. Linee evolutive della legislazione italiana e ordinamenti stranieri*, a cura di M. D'ANTONIO, in *Quaderni di studi e legislazione*, a cura del SERVIZIO STUDI LEGISLATIVI E INCHIESTE PARLAMENTARI, Roma, 1968, 4; più recentemente sull'argomento cfr. G. ROSSI, *Dalla Compagnia delle Indie al Sarbanes-Oxley Act*, in *Riv. soc.*, 2006, 900; F. GALGANO, *Lex mercatoria*<sup>5</sup>, Bologna, 2010, 85.

<sup>3</sup> Per il testo integrale di tale *Oktroi*, nella traduzione tedesca, cfr. K. LEHMANN, *op. ult. cit.*, 29. Secondo gran parte della dottrina, la nascita della società per azioni moderna si collocherebbe proprio nel 1602, anno di costituzione della Compagnia delle Indie orientali, cfr. *ex multis* P. HUVELIN, *L'histoire du droit commercial*, Paris, 1904, 85; K. LEHMANN, *Das Recht der Aktiengesellschaften*, Berlino, 1904, I, 24; A. SCIALOJA, *op. cit.*, 243; G. COTTINO, *La società per azioni*, in *Novissimo digesto italiano*, Torino, 1970, XVII, 570 e ss.

di essa; mentre gli azionisti minori non avevano altro diritto che quello di percepire gli eventuali dividendi<sup>4</sup>.

Nella *Söder Compagnie* svedese del 1625 solo i soci per più di 1000 talleri avevano diritto al voto per la nomina delle cariche sociali e a una copia del resoconto annuale. Ogni sei anni, poi, aveva luogo un'assemblea generale che deliberava a maggioranza semplice sulla politica economica sociale<sup>5</sup>.

Anche nelle prime società tedesche i diritti amministrativi dei soci non erano uguali<sup>6</sup>. La creazione di diverse categorie di azioni era, infatti, comune; tanto che da un'indagine compiuta nel 1927 su un campione di 1595 società, risultava che più della metà (860) di esse avesse emesso azioni a voto plurimo<sup>7</sup>.

È solo in Inghilterra che la società per azioni nasce e si sviluppa con un carattere essenzialmente democratico<sup>8</sup>. Nella prima grande Compagnia inglese, la *East India*

---

<sup>4</sup> Cfr. A. MIGNOLI, *op. cit.*, 640; A. BRUNETTI, *op. cit.*, 13; E. BESTA, *Le obbligazioni nella storia del diritto italiano*, Padova, 1936, 356.

<sup>5</sup> Sull'origine e sul funzionamento della *Söder Compagnie* svedese cfr. AMERICAN HISTORICAL ASSOCIATION, *Papers*, New York, 1888, II, 246.

<sup>6</sup> Per un'analisi più approfondita della nascita e dello sviluppo della società per azioni in Germania cfr. J. FRANKS-C. MAYER-H. F. WAGNER, *The Origins of the German Corporation – Finance, Ownership and Control*, in *Rev. fin.*, 2006, 537.

<sup>7</sup> Nello specifico, i diritti di voto plurimo costituivano, in media, il 38,2% del totale, a fronte di un capitale medio nominale del 2,4%; cfr. J. FRANKS – C. MAYER – H. F. WAGNER, *op. cit.*, 537, in cui vengono riportati i risultati di una ricerca effettuata da un autore tedesco (v. A. ARON, *Die Kapitalveränderungen deutscher Aktiengesellschaften nach dem Kriege*, Berlino, 1927); cfr. anche R MÜLLER-ERZBACH, *Die Entartung des deutschen Aktienwesens seit der Inflationszeit*, Tübingen, 1926, 11 e ss. Un precedente lavoro aveva mostrato che tra il settembre 1920 e il maggio 1921, in soli 8 mesi dunque, erano sorte 132 società che adottavano il voto plurimo e che negli anni 1921-1922 il capitale delle società che adoperavano tale strumento rappresentava rispettivamente il 12% e l'11% del totale di tutto il capitale investito nelle anonime; cfr. H. PLANITZ, *Die Stimmrechtsaktie*, Leipzig, 1922, 42. Un'ulteriore indagine mostrava, infine, che il 25 novembre 1925 si riscontravano 860 società che avevano adottato il voto plurimo, cfr. H. HORRITZ, *Schutz und Vorratsaktien*, Berlino, 1926, 12, ove l'autore rileva che in due casi, addirittura, le azioni dei fondatori avevano diritto rispettivamente a 48.900 e 308.000 voti.

<sup>8</sup> Sulla storia della *East India Company*, costituita sotto la denominazione sociale *Governor and Company of Merchants of London, trading to the East Indies* e dotata del privilegio esclusivo del commercio con le Indie Orientali cfr. D. MACPHERSON, *The History of European Commerce with India*, Londra, 1832, 72 e ss.; J. MILL, *History of British India*<sup>4</sup>, 1840, I, 31; S. WILLISTON, *History of the Law of Business Corporation before 1800*, in *Harvard l. rev.*, 1888, 155 e ss.; W. W. HUNTER, *A History of British India*, 1912, II, 17 e ss.; W. R. SCOTT, *The constitution and finance of English, Scottish and Irish joint-stock companies to 1720*, Cambridge, II, 1920, 89-206; R. EHRENBERG, *Das Zeitalter der Fugger*, Jena, 1922, II, 328.

*Company*, la sovranità apparteneva alla collettività dei partecipanti, che ogni anno, per alzata di mano, eleggeva gli amministratori, a cui veniva riconosciuto un compenso solo quando gli affari andavano bene, previo il consenso dei soci<sup>9</sup>. Nell'assemblea, ogni socio aveva diritto ad un voto, qualunque fosse la misura della sua partecipazione; diritto che poteva esercitare solo personalmente, al pari della facoltà di ispezionare i libri sociali<sup>10</sup>. Aveva, inoltre, diritto a una ripartizione periodica degli utili e al rimborso del capitale in caso di liquidazione della società<sup>11</sup>. Il *Companies (Consolidation) Act* del 21 dicembre 1908, che raccolse in un testo unico tutto il lavoro legislativo e giurisprudenziale precedente, pure prevedendo un voto per azione, attribuiva agli statuti il potere di derogare tale norma attraverso la creazione di diverse categorie di azioni<sup>12</sup>. Si crearono così in Inghilterra disparità di diritti azionari molto varie, con notevole diffusione delle azioni a voto plurimo fra le più grandi società inglesi<sup>13</sup>.

Da quanto esposto emerge chiaramente che diritti di voto ineguali e differenti classi di azioni erano ampiamente diffusi nelle prime società commerciali europee,

---

<sup>9</sup> Cfr. R. EHRENBERG, *op. cit.*, 328 e ss.; A. MIGNOLI, *op. cit.*, 638.

<sup>10</sup> Cfr. S. WILLISTON, *op. cit.*, 156.

<sup>11</sup> Cfr. S. WILLISTON, *op. cit.*, 160.

<sup>12</sup> L'art. 45, comma 1, del *Companies Consolidation Act* prevedeva infatti che: "*A company limited by shares may, by special resolution confirmed by an order of the court, modify the conditions contained in its memorandum so as to reorganise its share capital, whether by the consolidation of shares of different classes or by the division of its shares into shares of different classes: Provided that no preference or special privilege attached to or belonging to any class of shares shall be interfered with except by a resolution passed by a majority in number of shareholders of that class holding three-fourths of the share capital of that class and confirmed at a meeting of shareholders of that class in the same manner as a special resolution of the company is required to be confirmed, and every resolution so passed shall bind all shareholders of the class.*"; per un'analisi completa di tutte le norme che riguardavano le azioni privilegiate e di tutti gli aspetti che esse potevano assumere cfr. F. PALMER, *Company precedents*<sup>17</sup>, 1960, II, passim.

<sup>13</sup> Uno dei primi esempi dell'utilizzo delle azioni a voto plurimo in Inghilterra si ritrova nello statuto della *Cunard Steamship Company Ltd* (in CUNRAD COMPANY, *Agreement between various Government bodies and the Cunard Steamship Company, including a Treasury Minute and Memorandum and Articles of Association of the company and a Draft Trust Deed for servicing debenture stock*, Hassocks, 1903) che era una delle più grandi società di navigazione del mondo. Vi era qui una speciale categoria di azioni, creata prima della grande guerra, quando vi era una forte concorrenza fra le compagnie inglesi e tedesche per il predominio commerciale dei mari, detta *Government share*, di proprietà del governo inglese, che incorporava diritti di voto tali da assicurarsi il comando dell'impresa, in modo da impedire i tentativi di scalata dei finanzieri tedeschi.

rispondendo a diverse esigenze di finanziamento dell'attività sociale; il principio di uguaglianza delle partecipazioni sociali e dei diritti di voto, sulla cui attualità si indagherà più ampiamente nel prosieguo del presente lavoro, pertanto, non solo non era una caratteristica essenziale della società per azioni nel momento del suo primo sviluppo ma non rappresentava neanche una regola di *default*.

## 2. *Le azioni a voto plurimo alla vigenza del codice di commercio del 1882.*

Il primo codice di commercio dell'Italia unificata, quello del 1865, disciplinava molto sommariamente le società anonime, dedicando ad esse pochi articoli, nei quali erano tracciate soltanto le linee generali del loro regolamento giuridico<sup>14</sup>. Ciò si spiega

---

<sup>14</sup> Tra tutti i codici entrati in vigore nel 1865, quello di commercio tradiva più degli altri fretteolosità e improvvisazione, che rivelavano una scarsa consapevolezza dell'importanza che andava assumendo il fenomeno imprenditoriale. Nel disegno di legge sull'unificazione legislativa, presentato il 24 novembre 1864 dal Ministro di Grazia e Giustizia Vacca, non si era ritenuto opportuno, infatti, includere il codice di commercio "per la non grave differenza che esiste fra i codici commerciali vigenti", rinviandosi a un momento successivo, compiuti gli approfondimenti necessari, l'esame di un progetto in materia; cfr. G. VACCA, *Relazione ministeriale al progetto di legge sull'unificazione legislativa del Regno*, in ATTI PARLAMENTARI. CAMERA DEI DEPUTATI. VIII LEGISLATURA, *Documenti*, sessione 1863-1865, n. 276. In Lombardia e in Toscana era, allora, in vigore il codice di commercio francese, che mai vi era stato abrogato, nelle antiche province sabaude, in Emilia, in Umbria e nelle Marche era in osservanza il codice di commercio sardo del 1842 e in quelle meridionali il codice di commercio del 1819 per il Regno delle Due Sicilie, entrambi ricalcati sul modello napoleonico, da cui differivano soli in alcuni punti; solo in sede di discussione generale alla Camera, su proposta del Mancini, si decise di dare facoltà al Governo di pubblicare in tutto lo Stato il codice di commercio sardo con le necessarie modifiche di coordinamento. Cfr. A. AQUARONE, *L'unificazione legislativa e i codici del 1865*, Milano, 1960, 64; S. RODOTÀ, *Diritti e libertà nella storia d'Italia. Conquiste e conflitti. 1861-2011*, Roma, 2011, 28. Sull'assoluta insufficienza del codice di commercio del 1865 e sulla impellente necessità di una sua revisione fu concorde tutta la dottrina; cfr. ex multis E. BIANCHI, *Delle presenti condizioni della legislazione commerciale in Italia e del suo avvenire*, Pisa, 1875, 13 e ss.; L. BOLAFFIO – S. CASTAGNOLA – S. GIANZANA, *Nuovo codice di commercio italiano. Testo – fonti – motivi – commenti – giurisprudenza*, Torino, 1883, I, 17; L. FRANCHI, *Gli studi di diritto commerciale in Italia dopo la codificazione*, Macerata, 1886, 10 e ss.; A. MARGHERI, *Il diritto commerciale italiano esposto sistematicamente*, Napoli, 1888, 25. Significativa è la circostanza che, quando si trattò, dopo la guerra del 1866, di estendere alle nuove province venete la legislazione italiana, apparve evidente allo stesso Governo l'impossibilità di includere in tale estensione anche il codice di commercio e di imporre a quei nuovi cittadini italiani leggi commerciali tanto inferiori a quelle allora in vigore presso di loro, a meno che tale estensione non avesse carattere puramente provvisorio, in attesa di una prossima e radicale riforma di tutto il sistema di legislazione commerciale vigente. Prima ancora che fossero pubblicati e resi esecutivi nel Veneto i codici del 1865, con la legge 26 marzo 1871, n. 129, venne pertanto costituita, con decreto 8 settembre 1896 del Ministro di Grazia e Giustizia, un'apposita commissione incaricata di studiare le modificazioni che potessero introdursi nel codice di commercio del Regno.

considerando quanto fosse limitato in quel tempo lo sviluppo di tale forma di società; in una statistica ufficiale del 31 maggio 1865 se ne elencavano 262 in tutto il Regno d'Italia, di cui 70 di assicurazione, 28 per lo sfruttamento di cave e miniere, 22 di credito, 20 ferroviarie, 9 per impianti di gas e 113 con scopi vari<sup>15</sup>. Ai compilatori del codice del 1865 la questione della uguaglianza o meno dei diritti dei soci non pare essersi presentata. Un solo fugace accenno si ritrova nell'art. 162, in cui si fa riferimento alla possibile esistenza di più "serie" di azioni e nell'art. 143, ove si rimette agli statuti la fissazione dei limiti e delle modalità di esercizio del diritto di voto.

La riforma della legislazione relativa alle società anonime fu una delle più importanti innovazioni introdotte dal successivo codice di commercio del 1882, con cui si abolì, fra l'altro, l'autorizzazione governativa alla costituzione delle società anonime, fino ad allora richiesta<sup>16</sup>.

Si disciplinarono qui più compiutamente i diritti inerenti la partecipazione azionaria e i diritti di voto, rispettivamente negli articoli 164 e 157 cod. comm.<sup>17</sup>; tuttavia, dato che fino alla metà degli anni venti l'uso di emettere azioni privilegiate

---

<sup>15</sup> Cfr. A. GUSTI, *op. cit.*, 13.

<sup>16</sup> Con il codice di commercio del 1882, attuata l'abolizione del regime costitutivo vincolistico fondato sull'autorizzazione governativa, si assiste di converso a una riduzione dell'autonomia statutaria. Per questi profili cfr. C. ANGELICI, *Note minime su "La libertà contrattuale e i rapporti societari"*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 404 e ss.; P. UNGARI, *Profilo storico del diritto delle società anonime in Italia*, Roma, 1974, 61 e ss.; un'evoluzione simile era avvenuta, pochi anni prima, nell'ordinamento tedesco (cfr. F. HEY, *Freie Gestaltung in Gesellschaftsverträgen und ihre Schranken*, Monaco, 2004, 168), su cui è stato ricordato, ad esempio, come il consiglio di sorveglianza (*Aufsichtsrat*) è divenuto obbligatorio solo successivamente alla *Aktienrechtsnovelle* del 1870, in concomitanza con l'abbandono del *Konzessionssystem*; su questo ultimo rilievo cfr. G. B. PORTALE, *Il sistema dualistico: dall'Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch (1861) alla riforma italiana delle società per azioni*, in *Sistema dualistico e governance bancaria*, a cura di P. ABBADESSA – F. CESARINI, Torino, 2009, 16.

<sup>17</sup> Nello specifico, all'art. 157, comma 1, cod. comm. si legge: "[...] Ogni socio ha un voto e 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. [...] Nello statuto o nell'atto costitutivo può essere derogato a queste disposizioni."; l'art. 164 cod. comm. recita invece: "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." Non vi era, tuttavia, una norma che disciplinasse specificamente le azioni a voto plurimo.



nei diritti amministrativi non era molto diffuso nella pratica commerciale, i primi commentatori che si occuparono delle deroghe concesse da tali disposizioni all'uguaglianza dei diritti degli azionisti si limitarono a considerare i privilegi di carattere patrimoniale, a cui si ricorreva più frequentemente<sup>18</sup>.

Si pensi, infatti, che fino al 1923 solamente due società risultavano aver emesso azioni a voto plurimo, mentre nel 1927 il 12% (circa) delle anonime aveva adottato siffatta categoria di azioni (cfr. Tabella n. 1)<sup>19</sup>.

Tabella n. 1 – Sviluppo del voto plurimo in Italia

Anno	Capitale totale investito nelle società anonime (Lire)	Capitale delle società che hanno adottato il voto plurimo (Lire)	Percentuale delle società che hanno adottato il voto plurimo rispetto al totale
1924	28.418.428.792	158.206.000	0,56%
1925	36.481.131.507	3.410.352.000	9,35%
1926	40.416.725.686	4.631.064.000	11,46%
1927	42.257.258.192	5.041.764.000	11,93%

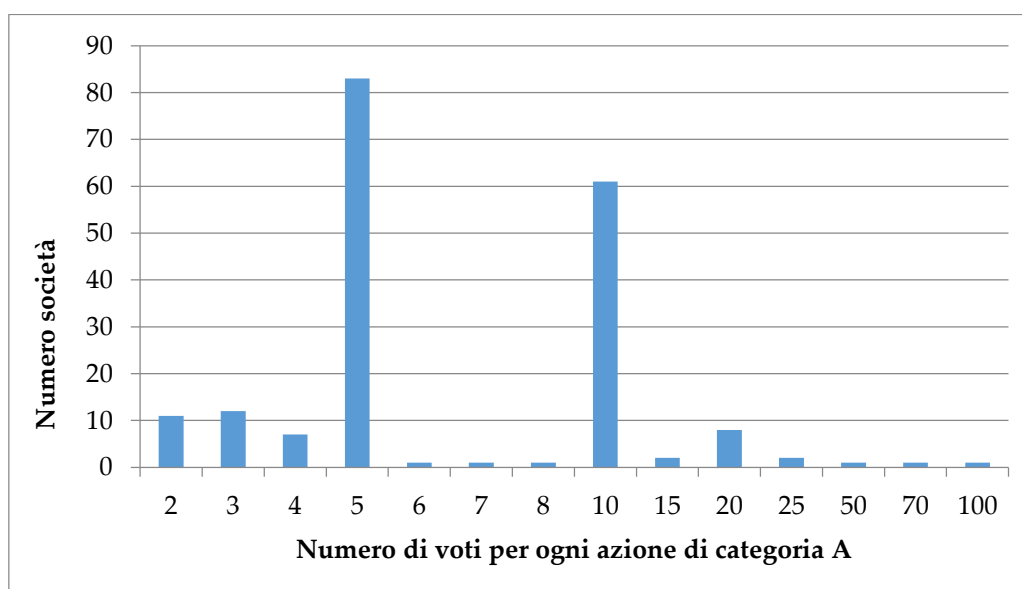
Il numero dei voti attribuito alle azioni privilegiate nei diritti amministrativi variava entro limiti assai larghi.

<sup>18</sup> È interessante sottolineare, tuttavia, che già nel 1897 un Autore accennava all'ammissibilità delle azioni a voto plurimo, purché fosse fatto salvo, ai sensi dell'art. 164 cod. comm., il diritto di voto ad ogni azionista ordinario. Cfr. V. MORI, *L'amministrazione della società anonima nel diritto e nella giurisprudenza*, Torino, 1897, I, 231. Non è facile determinare dove né quando con esattezza abbiano avuto origine le azioni a voto plurimo; secondo alcuni (cfr. H. WILLEMS, *Multiple voting right in the general meeting of shareholders in Belgium during the interbellum period*, in *BHU Occasional Papers*, 2005, 69, consultabile sul sito internet <http://www.scob.be/publicat/Multiple%20Voting%20Right.pdf>; T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo nelle società per azioni*, in *Arch. giur.*, 1925, 131, nt. 2; R. RAVÀ, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, Bologna, 1929, 10) esse si sarebbero presentate per la prima volta in Belgio e sarebbe stato Jean Corbiau ad occuparsi per primo dell'argomento; cfr. J. CORBLAU, *Du droit de vote de diverses catégories d'actions*, in *Revue pratique des sociétés civiles et commerciales*, 1896, 168. Tale sistema sarebbe stato poi adottato in Francia solo in pochi casi verso il 1910 e la ricca letteratura in proposito avrebbe avuto origine da un parere richiesto nel 1911 dalla *Société Centrale des Banques de Province*, e pubblicato nel 1922 nel *Journal des sociétés civiles et commerciales*, all'autorevole giurista Thaller, il quale rispose che su simili clausole "il n'y avait rien à reprendre".

<sup>19</sup> Cfr. L. COPPOLA, *Il movimento delle Società Anonime per azioni nel 1927*, in *Riv. pol. ec.*, 1928, 142.

Da una ricerca effettuata sul Bollettino Ufficiale delle società per azioni, nel periodo che va dal 1° gennaio 1924 al 1° gennaio 1929<sup>20</sup>, risulta che la maggior parte degli statuti (83), che ammettevano azioni potenziate nel diritto di voto, attribuisce a queste fino a 5 voti, mentre era abbastanza frequente anche l'emissione di azioni con 10 voti (61), dovendosi considerare, invece, un'eccezione il superamento di tale cifra (cfr. Tabella n. 2).

Tabella n. 2 – Numero di voti attribuiti ad azioni di categoria A nel periodo 1° gennaio 1924 – 1° gennaio 1929



Parallelamente al diffondersi delle azioni a voto plurimo, nacque il dibattito circa l'ammissibilità, ai sensi del diritto allora vigente, della creazione di più categorie di azioni fornite di diversi diritti di partecipazione alla formazione della volontà sociale, sotto un duplice aspetto.

Da una parte ci si chiedeva se potesse essere concesso solo ad alcune azioni, emesse in sede di costituzione della società o per aumento di capitale, un privilegio nel

<sup>20</sup> Cfr. MINISTERO DELL'ECONOMIA NAZIONALE. DIREZIONE GENERALE DEL COMMERCIO E DELLA POLITICA ECONOMICA, *Bollettino Ufficiale delle Società per Azioni*, Roma, 1924-1929, I.

voto e, dall'altra, se queste potessero essere attribuite ad un determinato gruppo di soci.

La risposta positiva ai quesiti sopra esposti, secondo la dottrina maggioritaria, discendeva direttamente da due principi cardine dell'ordinamento societario, nettamente enunciati nel codice di commercio del 1882; ossia la libertà di regolare statutariamente il diritto di voto nelle assemblee (ex artt. 89, n. 10 e 157 cod. comm.) e la derogabilità del diritto dei soci all'uguaglianza di trattamento, previa autorizzazione dell'atto costitutivo, come previsto dall'art. 164 cod. comm. e salvo, comunque, il limite, ritenuto inderogabile, di assicurare ad ogni azionista il diritto di voto nelle assemblee generali.<sup>21</sup>

---

<sup>21</sup> Cfr. C. VIVANTE, *Le società commerciali*, in *Trattato di diritto commerciale*<sup>5</sup>, Milano, 1923, II, 193; ID., *Le azioni a voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. banc.*, 1925, 548; ID., *I progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, 28; T. ASCARELLI, *op. cit.*, 131; R. A. MUGGIA, *Disparità contrattuale e diritti azionari*, in *Temi lomb.*, 1924, 417; U. NAVARRINI, *Trattato teorico-pratico di diritto commerciale*, Torino, 1919, IV, 459, il quale, tuttavia, ha poi sostenuto *ex professo* la tesi contraria nel procedimento fra la Banca Industriale Italiana e il Consorzio Mobiliare Finanziario; A. GUASTI, *op. cit.*, 31; A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, Roma, 1925, 40; N. ELENA, *Sulla legittimità delle azioni a voto plurimo nelle società anonime*, in *Corte cass.*, 1926, 1367; ID., *Le azioni con voto plurimo o con voto altrimenti privilegiato nelle Società Commerciali Italiane*, Torino, 1927, 22; ID., *Ancora in tema di voto plurimo nelle società per azioni*, in *Temi genovese*, 1927, 117; R. RAVÀ, *op. cit.*, 35 e ss.; G. BENETTINI, *Le azioni a voto plurimo*, in *Dir. comm.*, 1926, I, 29; R. PAULIS, *Le azioni a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 1927, II, 405; G. CANCOGNI, *Sulle azioni a voto plurimo nelle società anonime*, in *La società per azioni*, 1926, 64, 93; A. ANDREOTTI, *La legalità dell'emissione di azioni a voto plurimo*, *ivi*, 1926, 252; *contra* G. CASSINELLI, *Le azioni a voto plurimo nelle società anonime. Diritto vigente – Riforma della legge*, Roma, 1925, 15, saggio pubblicato contestualmente all'incarico affidato all'Autore nella difesa della Banca Industriale Italiana contro il Consorzio Mobiliare Finanziario, in cui, tuttavia, si afferma (nella pagina 56) che le azioni a voto plurimo potrebbero comunque essere opportune in due casi, ossia quando si tratti di anonime che svolgono un'attività di interesse nazionale o che siano costituite e funzionino per lo sfruttamento di determinate speciali qualità dei promotori o dei dirigenti; ID., *Illegalità delle azioni privilegiate aventi diritto a voto multiplo (art. 164, 157, 89, n. 10, codice di commercio)*, in *Giur. it.*, 1925, I, 415; G. PALAZZOLO, *Le azioni a voto plurimo*, in *La società per azioni*, 1925, 273, in cui si sostiene, tuttavia, che il voto plurimo potrebbe essere inserito nella riforma delle società commerciali, con delle limitazioni e dei vincoli, intesi a evitare possibili distorsioni da parte di gruppi interessati a sostituire, contro la volontà originaria dell'assemblea, una maggioranza economica con una fittizia; G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo in Italia*, in *Le azioni a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, 512; R. MONTESSORI, *ANDRÈ AMIAUD, Les actions à droit de vote inegal, Paris 1922, pag. 77*, in *Riv. dir. comm.*, 1923, I, 581; L. BARASSI, *HENRI MAZEUD, Le vote privilégié dans les sociétés de capitaux, préface de G. COHENDY, Paris, libr. Dalloz, 1924, p. XII-327*, in *Riv. dir. civ.*, 1924, 205; G. ULPANI (pseudonimo di C. TREVES), *La decadenza della democrazia capitalistica. (A proposito del voto plurimo)*, in *Critica sociale*, 1926, 211; A. JANNONI, *Azioni a voto multiplo*, in *Riv. pol. ec.*,

La libertà concessa alle parti di regolare il diritto di voto era chiara, inoltre, nella mente del legislatore; scriveva, infatti, il Mancini nella sua relazione del progetto del codice di commercio<sup>22</sup> che “il diritto di voto è regolato dal contratto e nessun pubblico interesse richiede che in ciò sia posto alcun limite alla libertà dei contraenti, salvo sempre il principio che ogni azionista debba avere almeno un voto nell’assemblea generale. Questo principio sembra indiscutibile, se non si vuole che le società commerciali costituiscano altrettante oligarchie, e si tramuti in un privilegio di pochi il diritto più naturale e legittimo di tutti coloro che conferiscono le cose proprie a scopo comune”.

Anche le prime pronunce giurisprudenziali in materia, soprattutto in sede di omologazione, che risalgono ai primi anni venti, ammettevano generalmente di buon grado il voto plurimo, lodando in alcuni casi addirittura l’opera della società che lo adottava<sup>23</sup>.

---

1925, 624; A. CABIATI, *Il progetto del nuovo codice di commercio e le azioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 1930, I, 9 e ss.

<sup>22</sup> Cfr. A. MARGHIERI, *Relazione del Ministro di Grazia e Giustizia e dei Culti (Mancini) od esposizione dei motivi del Progetto del Codice di Commercio pel Regno d’Italia*, in *I motivi del nuovo codice di commercio italiano*, Napoli, 1885, IV, 203.

<sup>23</sup> In sede di omologazione cfr. Trib. Milano, decr. 4 giugno 1924, citato in A. SCIALOJA, *Il voto plurimo cit.*, 25, ove la Società Mira-Lanza, fabbriche di saponi e candele, costituitasi a Milano il 24 maggio 1924, aveva un capitale di un milione, suddiviso in 10.000 azioni, di cui 1.000 con dieci voti e 9.000 con un voto; Trib. Torino, decr. 25 febbraio 1925, in A. SCIALOJA, *op. ult. cit.*, 29, con cui la Sni-Viscosa, Società nazionale industria applicazioni Viscosa, con deliberazione del 21 febbraio 1925 portava il suo capitale da 600 milioni a un miliardo, mediante l’emissione di 1.800.000 azioni ordinarie e 200.000 azioni con dieci voti, vincolate alla nominatività e alla trasferibilità limitata ai cittadini italiani; Trib. Roma, decr. 1 giugno 1925, in A. SCIALOJA, *op. ult. cit.*, 28, per cui la Società Esercizi Telefonici emetteva 90.000 azioni con 5 voti, nominative, cedibili solo a cittadini o società italiane e col consenso del consiglio di amministrazione; App. Torino, 3 giugno 1927, in *Riv. dir. comm.*, II, 405; *contra* Trib. Torino, 9 dicembre 1926, in *Monit. trib.*, 1927, 151; in sede contenziosa, oltre alla vicenda del Consorzio Mobiliare Finanziario, di cui *infra*, cfr. anche Trib. Roma, 17 dicembre 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II, 79; *contra* Trib. Roma, 17 novembre 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II, 79. È interessante notare, comunque, che gradualmente si vennero a formare una serie di regole all’osservanza delle quali i Tribunali subordinavano l’omologazione degli atti concernenti il voto plurimo; in particolare, il Tribunale di Roma richiedeva che: a) ad ogni azione a voto plurimo non si attribuissero più di cinque voti; b) il numero delle azioni a voto plurimo fosse inferiore a quello delle azioni non fornite di questa prerogativa; c) il voto plurimo non avesse luogo nelle deliberazioni relative ai seguenti oggetti: 1) azione di responsabilità contro gli amministratori (art. 152), 2) assemblee convocate dal Tribunale (art. 153), 3) scioglimento anticipato (art. 158, n. 1), 4) proroga della società (art. 158, n. 2), 5) fusione (art. 158, n. 3),

La vicenda giudiziaria più interessante in proposito è quella del Consorzio Mobiliare Finanziario<sup>24</sup>; avendo questo istituto finanziario emesso in occasione di un aumento di capitale una serie di azioni a voto plurimo, offerte in opzione a tutti gli azionisti, vincolate nella trasmissibilità, il cui maggiore diritto di voto era limitato in alcune questioni e postergate rispetto agli utili, il Tribunale di Milano con decreto in data 1° dicembre 1924 rifiutò l'omologazione<sup>25</sup>. Omologata tale deliberazione dalla Corte d'Appello di Milano il 16 dicembre 1924<sup>26</sup>, uno degli azionisti, la Banca Industriale Italiana, proponeva impugnazione della stessa davanti al Tribunale di Milano, che ne accoglieva le ragioni con sentenza del 4 maggio 1925<sup>27</sup>. Il Consorzio

---

6) riduzione e reintegrazione del capitale (art. 158, nn. 4 e 5), 7) cambiamento dell'oggetto o della forma della società; d) le azioni a voto plurimo fossero liberate, nominative, non quotate in borsa, appartenenti a persone di nazionalità italiana, trasferibili col consenso del consiglio di amministrazione; e) su ogni titolo venisse indicato il numero di voti attribuito; f) le azioni a voto plurimo fossero offerte in opzione ai soci di nazionalità italiana; g) ogni variazione delle categorie di azioni fosse deliberata da due differenti assemblee e la deliberazione non fosse valida se non avesse riportato il voto favorevole di entrambe le assemblee. Tali criteri sono elencati in una circolare dell'A.s.i.a., l'attuale Assonime, in particolare cfr. ASSOCIAZIONE FRA LE SOCIETÀ ITALIANE PER AZIONI, *Circolare n. 134 del 2 agosto 1928*, in *Circolari diramate alle associate nell'anno 1928*, Roma, 1929.

<sup>24</sup> La società anonima Consorzio Mobiliare Finanziario (Comofin) fu costituita a Milano il 25 marzo 1920 dopo l'accordo tra il gruppo di maggioranza della BCI (Marsaglia-Toeplitz) e i fratelli Perrone, proprietari dell'Ansaldo, accordo sancito con l'ingresso di questi ultimi, il 9 marzo, nel consiglio di amministrazione della banca; esso prevedeva l'acquisto, da parte di una società di prossima costituzione, di 200.000 azioni BCI, acquistate dai Perrone il mese precedente, durante il loro secondo tentativo di conseguire il controllo della Banca Commerciale. La costituzione di Comofin diede luogo ad un processo per agguato contro i massimi dirigenti della BCI, accusati di aver acquistato, con i fondi della Banca, le sue stesse azioni. Il processo, che si tenne presso l'Alta Corte di Giustizia, si risolse con la piena assoluzione degli imputati. Negli anni venti Comofin consolidò, con ulteriori acquisti di azioni BCI, il suo ruolo di azionista di maggioranza della Banca Commerciale, fino al periodo della crisi di quest'ultima e allo smobilizzo del portafoglio industriale della stessa: nel settembre del 1931 Comofin attuò un aumento di capitale da 210 a 630 milioni, finanziato dalla Banca d'Italia per permettere alla Sofindit l'acquisto della maggioranza di Comofin; in questo modo si era rotto definitivamente il complesso meccanismo creato nel decennio precedente per difendere la BCI da ulteriori scalate. Comofin, che dovette cedere all'IRI il pacchetto delle azioni BCI ancora in suo possesso, fu posto in liquidazione nel 1934. Cfr. sull'argomento BANCA COMMERCIALE ITALIANA, *Fondo Consorzio Mobiliare Finanziario (Comofin)*, in *Archivi Aggregati della BCI, 1920-1937*; E. CIANCI, *Nascita dello Stato Imprenditore in Italia*, Milano, 1977, 26; A. CONFALONIERI, *Banche miste e grande industria in Italia: 1914-1933*, Milano, 1997, I, 542.

<sup>25</sup> Cfr. R. RAVÀ, *op. cit.*, 36; A. SCIALOJA, *op. ult. cit.*, 21.

<sup>26</sup> Cfr. App. Milano, 16 dicembre 1924, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 210.

<sup>27</sup> Cfr. Trib. Milano, 4 maggio 1925, in *Giur. it.*, 1925, I, 416, con nota di G. CASSINELLI, *Illegalità delle azioni privilegiate aventi diritto a voto multiplo (art. 164, 157, 89, n. 10, codice di commercio)*; affermavano

Mobiliare Finanziario ricorreva, allora, alla Corte d'Appello che si pronunciava in data 11 agosto 1925 in senso contrario al Tribunale<sup>28</sup>; pronuncia che su ricorso della Banca Industriale Italiana veniva confermata dalla Corte di Cassazione in una elaborata e dettagliata sentenza emessa in data 15 luglio 1926<sup>29</sup>.

---

qui, i magistrati, in particolare, che, da un lato, *a*) la facoltà concessa dall'art. 164 cod. comm. di derogare all'uguaglianza dei diritti spettante di regola alle azioni di una società anonima, emettendo azioni privilegiate con diritti diversi, deve ritenersi limitata ai diritti patrimoniali conseguenti al possesso delle azioni, e non può estendersi anche al diritto di voto, rispetto al quale tutte le azioni devono trovarsi in condizioni di uguaglianza; e dall'altro che *b*) dall'articolo 157 cod. comm. si ricava il principio generale, al quale sarebbe informato l'ordinamento delle società per azioni, per cui l'aumento del numero di voti e di influenza sulle deliberazioni sociali dipenderebbe unicamente dalla partecipazione al capitale della società; e, pertanto, tale articolo dovrebbe considerarsi derogabile solamente nella misura in cui consenta alla volontà delle parti di ridurre la decrescenza dei voti fino a raggiungere la parità, accordando un voto per azione, ma non andando oltre, capovolgendo, altrimenti, la norma ivi sancita.

<sup>28</sup> Cfr. App. Milano, 11 agosto 1925, in *Foro it.*, 1925, I, 758, con nota di A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, in cui la Corte, dopo aver sottolineato come il voto plurimo si proponeva "di facilitare la costituzione e lo sviluppo della società, permettendo di far ricorso al capitale ed insieme mantenere ai più idonei la direzione dell'impresa, assicurare l'operosa continuità di intenti e di indirizzo e rafforzare la difesa contro le così dette scalate che se in specie tentate alle banche possono risultare perniciose alla economia generale", precisava che dalla disposizione di cui all'art. 164 cod. comm. si desume la facoltà concessa all'atto costitutivo di attribuire diritti diversi alle azioni, senza distinzione fra i diritti di carattere economico e patrimoniale e il diritto di voto nelle assemblee, escludendo, comunque, la possibilità che vi sia un'azionista senza voto. Si affermava, inoltre, che l'art. 157 cod. comm., attribuendo un potere deliberativo maggiore alle azioni quando siano possedute da molti azionisti, minore quando siano riunite nelle mani di uno solo, non può essere interpretato nel senso proposto dal Tribunale, dal momento che esso stesso non prescrive che ogni azionista, a parità di condizioni, debba disporre di un eguale numero di voti.

<sup>29</sup> Cfr. Cass. 15 luglio 1926, in *Temi genovese*, 1926, 281 e in *Corte cass.*, 1926, 1367, con nota di N. ELENA, *Sulla legittimità cit.*, in cui la Corte osservava che l'espressione "uguali diritti", di cui all'art. 164 cod. comm., designa uguali diritti patrimoniali e anche uguali diritti di voto, essendo, quindi, possibile regolare entrambi diversamente in sede statutaria. Come sottolineato dai magistrati, inoltre, all'epoca della redazione del codice di commercio il principio della libertà contrattuale era scrupolosamente osservato, potendosi dire quella l'età dell'oro del liberismo giuridico; lasciando, così, la facoltà alle parti di regolare i loro rapporti secondo le rispettive convenienze. Per quanto riguarda l'interpretazione dell'art. 157 cod. comm., il collegio, dopo aver ricordato la rara applicazione nella pratica di una scala di voti decrescente, affermava che ciascuna disposizione ivi prevista è derogabile; in particolare, le tre previsioni di interesse sono 1) "ogni azione ha un voto"; 2) "ogni azionista che possiede più di cinque e fino a cento azioni ha un voto per ogni cinque azioni"; 3) "ogni azionista che possiede oltre cento azioni ha un voto per ogni venticinque azioni possedute oltre le prime cento". La derogabilità di tutte e tre le norme si dedurrebbe, infatti, chiaramente, da un lato, dalle ultime parole del capoverso dell'articolo: "Nell'atto costitutivo o nello statuto può essere derogato a queste disposizioni" (plurale); dall'altro, dall'art. 89, n. 10 cod. comm., ove si stabilisce che l'atto costitutivo o lo statuto devono indicare le facoltà dell'assemblea e le condizioni per la validità delle sue deliberazioni e per l'esercizio del diritto di voto, nel caso in cui si voglia derogare alle disposizioni degli artt. 156, 157, 158. Non potendo togliersi il voto all'azione, l'art. 157 cod. comm. parrebbe così autorizzare, anziché vietare, il voto plurimo.

Riportati così i punti principali del dibattito attorno al voto plurimo, costituitosi in Italia e in Europa nella prima metà degli anni venti del secolo scorso, si analizzeranno, ora, con maggiore dettaglio le criticità di tale istituto e i vantaggi che esso presentava nel quadro di uno scenario economico *post* bellico.

### 3. *Intuitus personae e criticità del voto plurimo.*

Una delle principali critiche mosse dai detrattori del voto plurimo era che esso, introducendo l'*intuitus personae*<sup>30</sup> in una forma di società in cui il legislatore volle che

---

<sup>30</sup> In generale, sul concetto di *intuitus personae*, cfr. A. CATAUDELLA, *Intuitus personae e tipo negoziale*, in *Studi in onore di Francesco Santoro Passarelli*, Napoli, 1972, 621 e ss.; A. GALASSO, *La rilevanza della persona nei rapporti privati*, Napoli, 1974, 18; con particolare riferimento alle società A. SRAFFA – P. BONFANTE, *Società in nome collettivo tra società anonime?*, in *Riv. dir. comm.*, 1921, I, 609; P. SPADA, *La tipicità della società*, Padova, 1974, 239 e ss., in cui si afferma che l'elemento dell'*intuitus personae* rileva, innanzitutto, in sede di formazione dell'atto, ogni qualvolta l'identità della persona o le qualità del contraente siano determinanti del consenso, ancora in sede di contenuto e infine nel rapporto; G. FORNASIERO, *Organizzazione e intuitus nelle società*, Padova, 1984, 93; A. MUSSO, *La rilevanza esterna del socio nelle società di capitali*, Milano, 1996, 8 e ss.; E. SIMONETTO, *La personalizzazione delle società, in particolare le cooperative*, in *Riv. soc.*, 1999, 985; ID., *L'intuitus personae nelle società di persone*, in *Riv. soc.*, 1990, 22; nella letteratura francese cfr. H. MAZEAUD, *op. cit.*, 232 e ss.; G. BOURCART, *De l'intuitus personae dans les sociétés*, in *Journal des sociétés*, 1927, 513; S. HELOT, *La place de l'intuitus personae dans les sociétés de capitaux*, in *Recueil Dalloz*, 1991, 143; in giurisprudenza cfr. Cass., 20 marzo 1930, in *Foro it.*, 1930, I, 562; Cass., 27 aprile 1936, in *Foro it.*, 1936, I, 992; App. Milano, 28 febbraio 1933, in *Riv. dir. comm.*, 1933, II, 363; Cass. Sez. Un., 17 ottobre 1988, n. 5636, in *Giur. comm.*, 1989, II, 5, in *Dir. fall.*, 1989, 315, con nota di G. RAGUSA MAGGIORE, *È nulla la partecipazione di una società per azioni ad una accomandita semplice?*, in *Riv. not.*, 1989, 433, con nota di F. LAURINI, *Sull'assunzione della qualità di socio accomandante da parte di una società di capitali*.

dominasse l'intuitus pecuniae<sup>31</sup>, doveva ritenersi con questa incompatibile<sup>32</sup>. Si osservava, al riguardo, che nella società anonima per azioni si doveva dare la massima considerazione alla quota immessa, dato che si trattava di un organismo che si appoggiava e funzionava essenzialmente sul capitale e che aveva nel conferimento di questo l'elemento costitutivo e caratteristico, necessario e sufficiente<sup>33</sup>. L'importanza data alla porzione di capitale, come l'unica vera garanzia per la serietà delle deliberazioni, attraverso il timore del danno economico che da queste potesse derivare, appariva chiaramente, secondo questi autori, da tutto il sistema legislativo. Le norme che stabilivano le maggioranze necessarie per certe deliberazioni di particolare importanza, di cui agli artt. 157, 158 172 e 210 cod. comm., e quelle che accordavano a determinate minoranze l'esercizio di alcuni diritti essenziali – artt. 135, 152, 153, 159, 162 cod. comm. – si basavano sempre sull'intervento o sul possesso di frazioni del capitale sociale e non sul numero dei voti, come, invece, si farebbe col voto plurimo, che dovrebbe considerarsi inammissibile perché al metodo delle maggioranze di capitali, volute dal codice, vorrebbe sostituire quello dei voti<sup>34</sup>. Essi rispondevano alla facile obiezione che tutte le norme sopra menzionate, ad eccezione dell'art. 210 cod.

---

<sup>31</sup> Secondo la ricostruzione di un autorevole giurista francese, cfr. H. MAZEAUD, *Le vote privilègié dans les sociétés de capitaux*, Paris, 1924, 232 e ss., il contratto di società, probabilmente il più antico degli accordi fra privati, era costituito all'origine, nella sua forma più ancestrale, dall'unione di due o più individui che mettevano in comune la loro persona, forza e intelligenza. Il *pactum societatis*, allora, si fondava unicamente sulla considerazione che un socio aveva dell'altro: il c.d. *intuitus personae*. Successivamente l'apporto si viene a modificare: si mettono in comune i beni; da lì, per coloro che si sono associati, l'elemento personale del contraente cessa di essere il rilievo fondamentale e ad esso si affiancano i conferimenti in natura e in denaro, che presto avranno un ruolo preponderante (*intuitus pecuniae*); si avvia, così il processo di "spersonalizzazione" che porterà, con l'avvento dell'anonima, - secondo una celebre metafora (cfr. C. GIDE, *Principles d'économie politique*, Paris, 1896, nella traduzione italiana *Principi di economia politica*, Milano, 1915, 168) – alla formazione di una "società di sacchi di denaro". Un principio analogo viene affermato da F. KLEIN, *Die neueren Entwicklungen in Verfassung und Recht der Aktiengesellschaft*, Vienna, 1904, ripreso di recente da S. KALSS, *Anlegerinteressen. Der Anleger im Handlungsdreieck von Vertrag und Markt*, Vienna, 2001, 63.

<sup>32</sup> Cfr. G. FRÈ, *op. cit.*, 502; Trib. Roma, 17 novembre 1925, *cit.*, 80.

<sup>33</sup> Cfr. G. CASSINELLI, *Le azioni a voto plurimo nelle società anonime*, in *Giur. it.*, 1925, I, 668.

<sup>34</sup> Così G. FRÈ, *op. cit.*, 503; G. CASSINELLI, *Le azioni a voto plurimo nelle società anonime. Diritto vigente cit.*, 34; ID., *Illegalità cit.*, 420; Trib. Roma, 17 novembre 1925, *cit.*, 80; Trib. Torino, 9 dicembre 1926, *cit.*, 151.



comm., fossero derogabili dalla volontà dei contraenti, osservando che tale deroga consisteva nella possibilità di variare le quote di capitale richieste, ma non poteva mutarsi in una “ribellione alla legge stessa” mediante la quale si stabiliva di aver riguardo alla qualità di determinate persone<sup>35</sup>.

Inoltre, il sistema introdotto col voto plurimo non salvava – a detta di costoro – nemmeno quei due istituti che concordemente si riconoscevano parte integrante della società anonima. Veniva, infatti, praticamente abolito quell’organo essenziale rappresentato dall’assemblea sociale, poiché le azioni privilegiate nel voto, assicurando la maggioranza ad alcuni azionisti, costituivano delle “azioni di comando” che impedivano la formazione della volontà collettiva attraverso il voto della maggioranza. Non si rispettava neanche l’altro principio fondamentale del diritto di voto spettante a tutti gli azionisti, dato che più aumentava il numero dei voti spettanti a una categoria di azioni, tanto meno aveva efficacia il voto delle altre categorie e, quindi, quello che era stato predisposto come un’arma di difesa perdeva ogni importanza pratica, con la conseguenza che la legge veniva seguita solo formalmente, ma violata sostanzialmente<sup>36</sup>.

Un’ultima prova dell’inammissibilità del voto plurimo si sarebbe basata su tre contraddizioni che si verificerebbero adottandolo: *i)* le azioni a voto potenziato, contrariamente al loro scopo, perderebbero il maggiore potere deliberativo proprio nelle più importanti questioni, nelle quali, come per gli artt. 210, 158 cod. comm. o corrispondenti norme statutarie, fosse necessario l’intervento di una determinata porzione del capitale sociale, anche di poco maggiore di quella rappresentata dalle azioni privilegiate nel voto; *ii)* nel caso in cui gli statuti richiedessero solo l’intervento e non anche il voto favorevole della maggioranza del capitale presente, la presenza delle azioni ordinarie sarebbe richiesta soltanto perché “esse assistano [...] alla propria

---

<sup>35</sup> Cfr. G. FRÈ, *op. cit.*, 503; G. CASSINELLI, *Le azioni a voto plurimo nelle società anonime. Diritto vigente cit.*, 38.

<sup>36</sup> In questo senso G. FRÈ, *op. cit.*, 504; G. CASSINELLI, *Illegalità cit.*, 420.

impotenza”, essendo destinate ad essere vinte da quelle a voto multiplo; *iii*) le azioni di comando si troverebbero nella posizione contraddittoria di versi sfuggire quei diritti di controllo sulla gestione sociale, che erano, secondo il codice di commercio, basate sulle quote di capitale e non sul numero dei voti che gli azionisti disponevano<sup>37</sup>.

A tali considerazioni venivano contrapposti i seguenti argomenti.

Si sottolineava, innanzitutto, che non vi era dubbio che il codice di commercio del 1882 avesse dato notevole importanza alla quota di capitale conferito, ma se si esaminava attentamente l’istituto della società per azioni, senza partire da una posizione preconstituita, si notava che il principio capitalistico, di cui certo non si poteva disconoscere l’esistenza, non costituiva un connotato fondamentale dell’anonima, ma era, invece, un mezzo opportuno e indispensabile a garantire i soci<sup>38</sup>. D’altra parte, non si doveva dimenticare che, se, delle varie forme di società, l’anonima era quella in cui aveva più importanza *l’intuitus pecuniae*, non poteva ammettersi che ne fosse stato completamente eliminato *l’intuitus personae*<sup>39</sup>.

---

<sup>37</sup> Cfr. G. CASSINELLI, *Le azioni a voto plurimo nelle società anonime. Diritto vigente cit.*, 34 e ss.

<sup>38</sup> In questo senso A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, in *Il codice di commercio commentato*<sup>6</sup>, coordinato da L. Bolaffio – A. Rocco – C. Vivante, Torino, 1938, IV, 410; E. SOPRANO, *Trattato teorico-pratico delle società commerciali*, Torino, 1934, I, 581 e ss.; C. VIVANTE, *Le società cit.*, 232; R. RAVÀ, *op. cit.*, 65; N. ELENA, *Le azioni con voto plurimo o con voto altrimenti privilegiato nelle società commerciali italiane*, Torino, 1927, 46.

<sup>39</sup> Già autorevole dottrina aveva criticato l’assolutezza della divisione fra società di persone e capitali in base alla dicotomia *intuitus personae* e *intuitus pecuniae*, cfr. U. MANARA, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, 1902, I, 585, in cui si sosteneva che tale distinzione dice ben poco, anzi dice cosa affatto inesatta, poiché i capitali presuppongono i capitalisti, e sono questi che si associano, non già i capitali. Sono le persone non le cose, che stringono fra loro il vincolo sociale; e soci sono sempre le persone non già i capitali o i beni conferiti dalla società; in senso analogo T. ASCARELLI, *op. cit.*, 140, ove si rileva che la schematica contrapposizione tra le società di capitali e di persone va, nella più recente evoluzione, necessariamente attenuandosi; C. VIVANTE, *I progetti di riforma cit.*, 433, in cui si affermava che “sono riflessioni da dilettranti del diritto” le considerazioni per cui il voto plurimo riavvicinerebbe le anonime alle accomandite, attraverso il connubio capitale-lavoro; R. RAVÀ, *op. cit.*, 67; N. ELENA, *Sulla legittimità cit.*, 1372; ID., *Le azioni cit.*, 54; nella dottrina francese cfr., H. MAZEAUD, *op. cit.*, 232 e ss.; A. ESCARRA, *Les restrictions conventionnelles de la transmissibilité des actions*, in *Annales de droit commercial*, 1911, 335; più recentemente A. MUSSO, *op. cit.*, 2; in giurisprudenza App. Torino, 3 giugno 1927, *cit.*, 410, in cui si sottolinea come delle varie figure di società commerciali non deve farsi una separazione netta e assoluta, in modo da escludere tra le stesse qualsiasi possibile interferenza, e che se anche il voto plurimo facesse uscire l’istituto della società anonima da quel tipo di associazione di capitale che avrebbe fin qui avuto, esso, dato che l’art. 157 cod. comm. non proporziona il potere deliberativo

Il voto plurimo – si notava – ha apportato indubbiamente un’innovazione nel campo della società anonima, ma sarebbe erroneo ritenere che tale nuovo istituto sia sorto isolato, senza porlo in relazione al movimento, ammesso dalla legge, mediante il quale l’*intuitus personae* trova posto nelle società di capitali e l’*intuitus pecuniae* in quelle

---

all’ammontare della quota, ha una sua propria elasticità che gli consente di prendere diversi atteggiamenti senza perdere i suoi caratteri e le sue linee peculiari; in senso analogo App. Milano, 11 agosto, 1925, *cit.*, 790. Su una simile linea di pensiero, nel senso dell’impossibilità di una rigida divisione dei tipi contrattuali in base all’*intuitu*, si colloca l’orientamento secondo cui l’errore sull’identità della persona o sulle qualità dell’altro contraente, di cui all’art. 1429, n. 3), c.c., può essere essenziale anche qualora ci si trovi al di fuori di fattispecie classificabili come negozi conclusi *intuitu personae*; in questo senso G. STOLFI, *Teoria del negozio giuridico*, Padova, 1961, 151 e ss.; A. GALASSO, *Errore sulla persona, personalità della prestazione e intuitus personae*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1973, 1344 e ss.; F. CARRESI, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, a cura di A. CICU – F. MESSINEO, Milano, 1987, 444 e ss.; V. ROPPO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di G. IUDICA – P. ZATTI, Milano, 2001, 791; P. GALLO, *I vizi del consenso*, in *I contratti in generale*<sup>2</sup>, a cura di E. GABRIELLI, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno – E. Gabrielli, Torino, 2006, 479; ID., *Trattato del contratto*, Torino, 2010, 3, 1794; A. CATAUDELLA, *I contratti. Parte generale*<sup>4</sup>, Torino, 2014, 97; in giurisprudenza cfr. Cass., 19 gennaio 1956, n. 166, in *Riv. dir. comm.*, 1956, II, 289, con particolare riferimento al contratto di compravendita e Cass., 8 novembre 1974, n. 3424, in *Vita not.*, 1975, 429, con nota di R. TRIOLA, *Generalità erronee delle parti e c.d. “atto di rettifica”*; contra P. BARCELLONA, *Errore (dir. priv.)*, in *Enc. Dir.*, Milano, 1996, XV, 273; E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*<sup>2</sup>, in *Trattato di diritto civile italiano*, diretto da F. Vassalli, Torino, 1960, 429.

di persone e del quale il voto plurimo può considerarsi una tappa<sup>40</sup>; e di cui oggi i *Sonderrechte*, nella società per azioni, possono ritenersi un approdo<sup>41</sup>.

Un esempio dell'infiltrazione dell'*intuitus personae* nelle società di capitali era dato dall'art. 157 cod. comm. o da disposizioni che regolavano il voto in maniera

---

<sup>40</sup> Cfr. R. RAVÀ, *op. cit.*, 67; T. ASCARELLI, *op. cit.*, 140; N. ELENA, *Le azioni cit.*, 54 e ss.; G. BENETTINI, *op. cit.*, 35; A. ESCARRA, *op. cit.*, 335 e ss.; H. MAZEAUD, *op. cit.*, 232 e ss.; in generale sulla commistione dell'*intuitus personae* nelle società di capitali e dell'*intuitus pecuniae* in quelle personali cfr. L. MOSSA, *Trattato del nuovo diritto commerciale*, Padova, 1951, II, 352; P. GUERRA, *Appunti in tema di holding*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, 121; P. JANNACCONE, *Scritti e discorsi opportuni e inopportuni (1947-1955)*, Torino, 1956, 283; G. FORNASIERO, *op. cit.*, 20 e ss., 120 e ss.; A. MUSSO, *op. cit.*, 2 e ss.; D. BUREAU, *L'altération des types sociétaires*, in *Mélanges offerts à Paul Didier*, Paris, 2008, 57; M. SCIUTO, *Società di persone e società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2009, 1352; G. B. PORTALE, *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto M. Campobasso – V. Cariello – V. Di Cataldo – F. Guerrera – A. Sciarrone Alibrandi, Torino, 2014, 1, 107; in particolare, sulla non necessaria presenza dell'*intuitus personae* nelle società di persone cfr. T. ASCARELLI, *Confusione del patrimonio della società e del socio; società con una società anonima, e società anonima simulata*, in *Foro it.*, 1931, I, 927; P. SPADA, *op. cit.*, 240 e ss.; G. OPPO, *Sulla partecipazione di società a società personali*, in *Riv. dir. civ.*, 1976, I, 6; R. GUGLIELMO, *Studio n. 5676/I. La partecipazione di società di persone in società personali*, in *Studi e materiali*, 2005, 1287; in giurisprudenza cfr. App. Napoli, 31 marzo 1987, in *Società*, 1988, 585, in cui si sottolinea come l'*intuitus personae* non è caratteristica essenziale e inderogabile delle società di persone, per cui le parti potrebbero prescindere; e sulla "corporativizzazione" delle società di persone cfr. P. PISCITELLO, *Società di persone a struttura aperta e circolazione delle quote. Modelli legali e autonomia statutaria*, Torino, 1995, passim; L. PISANI, *Società di persone «a struttura corporativa»*, Torino, 2000, passim.

<sup>41</sup> L'evoluzione di questa tendenza si riscontra oggi, infatti, in ordinamenti vicini al nostro, ove è consentita l'assegnazione di diritti particolari (*Sonderrechte*) a singoli azionisti nella società per azioni: si richiama, a titolo esemplificativo il c.d. *Entsendungsrecht* del diritto tedesco e di quello austriaco, che consente a singoli azionisti, anche privati (indicati specificatamente in statuto), di nominare, entro certi limiti, i componenti del consiglio di sorveglianza, di cui rispettivamente alle sezioni §101 AktG (tedesco) e §88 AktG (austriaco), su cui cfr. in dottrina tedesca G. SPINDLER, §101, in *Kommentar zum Aktiengesetz*<sup>3</sup>, a cura di G. SPINDLER – E. STILZ, Monaco, 2010, I, 1223 e ss., in cui si nota che con il diritto di nomina attribuito a determinate persone, con forti interessi nella società, si apre la possibilità di inviare al consiglio di sorveglianza persone di fiducia e si aggiunge che l'*Entsendungsrecht* può essere ancorato a specifici requisiti personali, come, ad esempio, l'appartenenza a una determinata famiglia o un circolo; M. HABERSACK, §101, in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*<sup>4</sup>, a cura di W. GOETTE, M. HABERSACK, S. KALSS, B. GACH, G. SPINDLER, F. WAMSER, Monaco, 2014, 4, 984, in cui si sottolinea che l'*Entsendungsrecht* è legato alla persona del beneficiario e non è trasferibile; M. LUTTER – G. KRIEGER, *Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats*<sup>5</sup>, Köln, 2008, 7, ove, dopo aver sottolineato che il diritto a nominare componenti dell'*Aufsichtsrat* deve considerarsi *ad personam*, si riporta il caso della società *ThyssenKrupp AG* che ha attribuito alla *Krupp-Stiftung*, con un partecipazione del 25%, la facoltà di nominarne tre; K. J. HOPT – M. ROTH, §101, in *Aktiengesetz. Großkommentar*<sup>4</sup>, Berlino, 2006, 4, dove gli autori affermano che l'istituto in esame è stato conservato nell'AktG 1965 pensando allo Stato a enti pubblici, ma questo, nella prassi, è particolarmente rilevante nelle imprese familiari per assicurare l'influenza di un gruppo quando la società viene quotata in borsa; sul diritto austriaco cfr. R. STRASSER, §87-89, in *Kommentar zum Aktiengesetz*<sup>5</sup>, a cura di R. STRASSER – P. JABORNEGG, Vienna, 2011, 2, 215.

simile<sup>42</sup>. Lo stesso scopo veniva raggiunto da tutte quelle clausole che, anche prima del voto plurimo, restringevano la trasmissibilità delle azioni o riconoscevano un diritto di prelazione agli azionisti (o al consiglio di amministrazione) rispetto agli estranei<sup>43</sup>; nello stesso modo dalle clausole che subentravano l'ingresso di nuovi soci al gradimento del consiglio, dell'assemblea o dell'unanimità dei soci;<sup>44</sup> così anche dalla nominatività di tutte le azioni o dalla creazione di speciali sindacati, se i titoli fossero al portatore<sup>45</sup>. Fra le numerose disposizioni che miravano a introdurre *l'intuitus pecuniae* nelle società di persone, si accennava a quelle che attribuivano ai soci tanti voti quante sono le quote da essi possedute, di cui all'art. 107 cod. comm., quelle che permettevano la trasmissibilità delle quote e quelle che ammettevano la continuità della società anche dopo la morte del socio, ai sensi dell'art. 191 cod. comm.<sup>46</sup>

---

<sup>42</sup> Cfr. *supra* nt. 17; R. RAVÀ, *op. cit.*, 67; N. ELENA, *Le azioni cit.*, 54, in cui si sottolinea che la norma di cui all'art. 157 cod. comm., restrittiva del numero dei voti competente a ciascun azionista, alla quale le parti possono dare nella pratica gli atteggiamenti più svariati, accentua evidentemente *l'intuitus persone* a scapito dell'*intuitus pecuniae*, moltiplicando il numero dei voti di un capitale X posseduto da più azionisti, in confronto ai voti attribuiti all'unico detentore dello stesso capitale.

<sup>43</sup> Cfr. U. MANARA, *op. cit.*, 590 e ss.; T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo cit.*, 140; R. RAVÀ, *op. cit.*, 68; N. ELENA, *op. ult. cit.*, 55, in cui si rilevava che, ai fini della validità delle clausole di prelazione, è necessario determinare un termine temporale ragionevole per l'esercizio delle stesse un prezzo prefissato.

<sup>44</sup> Così N. ELENA, *op. ult. cit.*, 55, in cui l'autore, conscio delle particolari problematiche collegate alla clausola dell'unanimità nella società anonima, sottolinea come una siffatta disposizione possa essere introdotta solo a particolari condizioni.

<sup>45</sup> Cfr. R. RAVÀ, *op. cit.*, 68; N. ELENA, *op. ult. cit.*, 56; A. ESCARRA, *op. cit.*, 335 e ss.; H. MAZEAUD, *op. cit.*, 236 e ss.

<sup>46</sup> Cfr. N. ELENA, *Le azioni cit.*, 56; T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo cit.*, 141; R. RAVÀ, *op. cit.*, 68.

Si rilevava, infine, che il riconoscimento legale di questa evoluzione è dato dalle società a responsabilità limitata<sup>47</sup> che, ammesse già da tempo in Germania<sup>48</sup>, Austria<sup>49</sup> e Inghilterra<sup>50</sup>, introdotte in Francia con la legge 7 marzo 1925 (*loi 7 mars 1925*)<sup>51</sup>, si volevano adottare anche in Italia<sup>52</sup>.

<sup>47</sup> In questo senso R. RAVÀ, *op. cit.*, 68; T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo cit.*, 146.

<sup>48</sup> In Germania la legge sulle società a responsabilità limitata (*Gesetz zur Einrichtung der Gesellschaft mit beschränkter Haftung*) risale al 10 aprile 1892; fu parzialmente riformata prima nel 1897 e poi nel 1898 per adattarla alla grandi novità recate dal BGB; cfr. M. SCHULTESS, *Reformbestrebungen im Rechte der Gesellschaften m. b. h.*, Amburgo, 1914, passim; A. HOLLAENDER, *Zur reform der Gesellschaft mit beschränkter Haftung*, in ZHR, 1915, 64; J. LIEBMANN – A. SAENGER, *Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung*<sup>7</sup>, Berlino, 1927, passim; H. E. FEINE, *Die Gesellschaft mit beschränkter Haftung*, in *Ehrenberg's Handbuch des gesamten Handelsrechts*, Leipzig, 1929, 1 e ss.; M. LUTTER, *Einleitung*, in M. LUTTER – P. HOMMELHOFF, *GmbH-Gesetz Kommentar*<sup>17</sup>, Köln, 2009, 45 e ss., in cui si riporta un quadro analitico delle successive modifiche e riforme.

<sup>49</sup> Le società a responsabilità limitata vengono introdotte nell'Impero Austro-Ungarico con la legge del 6 marzo 1906, n. 58 (*Gesetz vom 6. März 1906, über Gesellschaften mit beschränkter Haftung*) ricalcando il modello tedesco. Cfr. O. PISKO, *Lehrbuch des österreichischen Handelsrechtes*, Vienna, 1923, 421 e ss., ove ampi riferimenti alla dottrina austriaca del tempo; U. CHRISTOPH – W. BRUGGER – F. HARRER, *Vorbemerkungen §§ 1 ff*, in W. BRUGGER – F. HARRER, *GmbHG. Kommentar*, Vienna, 2014, 1.

<sup>50</sup> Nell'ordinamento inglese, in cui, a differenza della maggior parte dei sistemi continentali, vi è solo un tipo di società di capitali a responsabilità limitata di tutti i soci (*company*), la distinzione fra *private companies* e *public companies* era, inizialmente, una situazione di fatto, della pratica commerciale ed era ignorata dalla legge. Fu il *Companies Act* del 1900 che prevede per la prima volta, pur senza disciplinarla particolarmente, questa nuova forma di società, la quale rapidamente acquistò una tale diffusione da spingere il legislatore a regolarla; nel *Companies Act* del 1908, come disciplinato dall'art. 121, si intende *private company* la società che nello statuto abbia: a) posto dei limiti alla trasferibilità delle azioni; b) limitato il numero dei soci a un massimo di cinquanta; c) escluso la possibilità di offrire al pubblico le proprie azioni (*shares*) od obbligazioni (*debentures*). Il successivo *Companies Act* del 1948 ricalca nell'art. 28 le disposizioni appena richiamate. Il *Companies Act* del 2006, invece, nell'art. 755, individua nella possibilità o meno di offrire le proprie *securities* (che a mente dello stesso articolo devono intendersi le azioni e le obbligazioni) al pubblico il criterio distintivo fra la *private* e la *public company*. Per una ricostruzione storica della *private company* cfr. S. BORRIE, *Private companies*, Londra, 1954, I e ss.

<sup>51</sup> Riportata nella traduzione italiana in *Riv. pol. ec.*, 1925, 813. Per i primi commenti cfr. F. CHAPSAL, *Des sociétés à responsabilité limitée. Leur régime d'après la loi du 7 mars 1925*, Paris, 1928, passim; G. DROUETS, *Traité théorique et pratique des sociétés à responsabilité limitée*, Paris, 1927, 37 e ss.; C. HOUPIN – H. BOSVIEUX, *Traité général théorique et pratique des sociétés civiles et commerciales et des Associations (avec formules)*, Paris, 1928, II, n. 1556 e ss.

<sup>52</sup> Nel Progetto Vivante si disciplinava la società a garanzia limitata agli artt. 144 e ss.; cfr. COMMISSIONE MINISTERIALE PER LA RIFORMA DELLA LEGISLAZIONE COMMERCIALE PRESIDUTA DAL PROF. CESARE VIVANTE, *Progetto preliminare per il nuovo Codice di Commercio*, Milano, 1922, 43; le motivazioni dell'introduzione di tale nuovo tipo di società venivano ampiamente spiegate nella relazione dell'Asquini al progetto (alla pagina 307 del progetto *cit.*), ove si affermava che "l'ordinamento vigente non prevede l'associazione di un ristretto numero di soci, i quali vogliono avere una più o meno larga ingerenza nell'amministrazione della società senza esporsi al rischio della responsabilità illimitata (come nella società in nome collettivo) e senza porsi nelle mani di un gerente, che può diventare il

È interessante anche osservare che, nell'animo di coloro che contribuirono alla formazione del codice di commercio del 1882, la società anonima non era concepita come un'associazione di capitali pura e semplice; si può citare, al riguardo, un significativo passaggio dei discorsi pronunciati in Senato il 27 aprile 1875<sup>53</sup>, in cui il senatore Alessandro Rossi affermava: "Io non penso come coloro che distinguono le associazioni in due gruppi, in uno dei quali ripongono le persone, nell'altro il capitale. Più che teorica la distinzione è meccanica. È illogico, irrazionale, oltremodo dannoso, il supporre codesto isolamento del capitale. Ora che le società anonime vanno a prendere da noi la forma, si può dire esclusiva, del nostro movimento economico, abbandonando la forma di accomandita, tutte le società anonime hanno bisogno di un nome: intorno a un nome si raggruppano."

Non riusciva difficile alla dottrina maggioritaria superare anche le due obiezioni al voto plurimo basate sugli effetti che esso apporterebbe ai due istituti fondamentali della società anonima, il diritto di voto e il corretto funzionamento

---

padrone della società (come nella società in accomandita). Questa lacuna del nostro ordinamento giuridico si sente specialmente nei frequenti casi, in cui, per morte del titolare o per contratto, avviate aziende commerciali o industriali cadono nelle mani di più eredi o acquirenti, i quali sono bensì disposti a continuare direttamente la gestione dell'azienda ma non sono disposti a disporre per essa la loro illimitata responsabilità [...]. La società a garanzia limitata è, secondo gli scopi del presente progetto, la forma che dovrebbe servire per situazioni di questo genere e per altre situazioni simili, coprendo la lacuna che il sistema vigente lascia aperta."; il successivo Progetto D'Amelio (artt. 147 e ss., cfr. COMMISSIONE REALE PER LA RIFORMA DEI CODICI. SOTTOCOMMISSIONE B, *Codice di commercio. Progetto*, Roma, 1925, I, 62 e ss.) accentuava maggiormente il carattere personale della società a garanzia limitata, prevedendo, tra l'altro, che nella ditta dovesse essere incluso il cognome di almeno uno dei soci (art. 15, ultimo comma); carattere che, tuttavia, nei progetti successivi si va sempre più attenuando, con il risultato che la società a responsabilità limitata si presenterà nel codice del 1942 come una "piccola società per azioni senza azioni"; cfr. A. GRAZIANI, *Diritto delle società*<sup>5</sup>, Napoli, 1963, 443 e ss.; per una ricostruzione storica dell'istituto cfr. anche T. ASCARELLI, *Le società a responsabilità limitata e la loro introduzione in Italia*, in *Riv. dir. comm.*, 1924, I, 419 e ss. ove anche ampi riferimenti sul dibattito circa la convenienza dell'introduzione di siffatto tipo societario; A. BRUNETTI, *Riflessioni sulla società a responsabilità limitata*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1949, 619 e ss.; ID., *Società a responsabilità limitata. Società cooperative – mutue assicuratrici*, in *Trattato del diritto delle società*, Milano, 1950, III, 3 e ss.; M. STELLA RICHTER JR, *Antecedenti e vicende della società a responsabilità limitata*, in *S.r.l. Commentario*, a cura di A. A. DOLMETTA – G. PRESTI, Milano, 2011, 1.

<sup>53</sup> Cfr. A. MARGHERI, *Discussioni tenute al Senato del Regno. Tornata del 27 aprile 1875*, in *I motivi del nuovo codice di commercio italiano*, Napoli, 1885, III, 262.

dell'assemblea sociale. Si sottolineava, al riguardo, che, come spontaneamente avveniva spesso nella pratica, le azioni a voto multiplo, quando non fornivano da sole la maggioranza necessaria all'approvazione della delibera, non impedivano né l'esercizio del diritto di voto né, tantomeno, il corretto svolgimento dei lavori assembleari; altrimenti, si sarebbe potuto, eventualmente, rientrare nei casi di abuso del privilegio, che come tali non possono essere tratti a regola generale e che, ad ogni modo, non differirebbero dai numerosi esempi pratici di maggioranze stabili, più o meno artificialmente formate, anche senza il voto plurimo e di cui nessuno penserebbe di proclamare l'illiceità<sup>54</sup>.

Se si considerano, infine, le particolari contraddizioni, sopra riportate, fra il voto plurimo e il sistema del codice di commercio, si deve osservare che la prima e la terza si risolvono in un argomento a favore della possibilità di inquadrare il voto potenziato nell'ordinamento allora vigente. Da un lato, infatti, la maggioranza, che nomina gli amministratori e approva il bilancio, ha già abbastanza poteri per non avvertire il bisogno di quelli eccezionali accennati e se, comunque, volesse accentrare anche questi dovrebbe ricorrere al mezzo più sicuro per la minoranza, quello di assicurarsi una determinata quota del capitale; dall'altro lato, se gli azionisti privilegiati non disporranno del capitale necessario, quelli ordinari verranno ad avere per le più importanti deliberazioni un controllo automatico, che contrasterebbe con le critiche mosse al voto plurimo. Quanto al secondo punto, si può obiettare che gli azionisti ordinari avranno anche qui un semplice mezzo di difesa, quello di disertare le assemblee nelle quali sarebbero completamente sopraffatti e che, quindi, la pretesa contraddizione si risolverà in uno strumento di difesa a favore delle minoranze contro l'eventuale prepotere di parte dei soci.

---

<sup>54</sup> Cfr. R. RAVÀ, *op. cit.*, 70; N. ELENA, *Le azioni cit.*, 92, in cui si sottolinea come il sistema del voto plurimo può servire come "incitamento" a porre rimedio alla possibilità di porre in essere maggioranze artificiosamente formate attraverso riporti, usufrutti e pegni fittizi, accompagnati dalla stipulazione espressa che il voto sarà esercitato dal creditore pignoratizio o dall'usufruttuario.



Così riassunte e risolte le apparenti criticità del voto plurimo, si esamineranno ora le finalità e i vantaggi di siffatto strumento nel particolare contesto temporale in cui si collocava il codice di commercio del 1882, ai fini di una successiva analisi delle peculiarità di tale istituto nel mutato ambito dell'ordinamento vigente.

#### 4. (Segue): *Diversità di attribuzioni economiche fra azionisti e finalità del voto plurimo nella società anonima*

Premesso che l'analisi di ogni istituto giuridico deve essere necessariamente inquadrata nel contesto storico politico-economico in cui esso si è sviluppato, anche con riferimento all'intero sistema legislativo vigente, la trattazione dei vantaggi connessi all'utilizzo delle azioni privilegiate a voto plurimo nel vigore del codice di commercio del 1882, così come ricostruita dalla dottrina e dalla giurisprudenza del tempo, può certamente offrire interessanti spunti per la successiva disamina critica di tale strumento nell'attuale ordinamento giuridico.

Nel processo di sviluppo della società per azioni, è continua la lotta tra un ristretto nucleo di azionisti, amministratori e fondatori, che vogliono mantenere la direzione esclusiva della società, riducendo a una mera apparenza la partecipazione di tutti gli altri soci all'amministrazione, e questi ultimi, che, invece, a detta amministrazione vogliono sempre più efficacemente partecipare<sup>55</sup>.

---

<sup>55</sup> Cfr. T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo cit.*, 141; N. ELENA, *Le azioni cit.*, 2; C. VIVANTE, *I progetti di riforma cit.*, 431; i conflitti fra maggioranze e minoranze azionarie sono stati inquadrati nell'ambito dei problemi di agenzia (*agency problems*), che si verificano nel momento in cui un soggetto (detto *agent*) compie azioni che si riflettono in modo rilevante nella sfera giuridica di un altro soggetto (detto *principal*). In tali casi il problema risiede nel motivare l'*agent* ad agire nell'interesse del *principal* piuttosto che soltanto nel proprio. Il nodo principale è che, poiché generalmente l'*agent* possiede informazioni migliori del *principal* su fatti rilevanti, il *principal* non può essere certo, salvo sostenere costi notevoli, che la prestazione dell'*agent* corrisponda precisamente a ciò che gli era stato promesso. Di conseguenza l'*agent* ha un incentivo ad agire in modo opportunistico, appropriandosi di una parte di ciò che spetterebbe al *principal*. Ciò comporta che il valore della prestazione dell'*agent* per il *principal* si ridurrà perché dovrà intraprendere un costoso monitoraggio dell'*agent*. Quanto più elevata è la complessità degli impegni assunti dall'*agent* e quanto più estesa la discrezionalità che gli deve essere attribuita, tanto più è probabile che siano alti i costi di *agency*; cfr. H. HANSMANN – R. KRAAKMAN, *Agency problems and legal strategies*, in R. KRAAKMAN – J. ARMOUR – P. DAVIES – L. ENRIQUES – H. HANSMANN – G. HERTIG – K. HOPT – H. KANDA – E. ROCK, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*<sup>2</sup>,

L'evoluzione giuridica, quasi volendo prendere posizione su questo scontro e animata dalle idee egalarie portate avanti dalla codificazione napoleonica, ha importato la progressiva creazione di istituti sempre più perfetti a tutela della massa degli azionisti<sup>56</sup>; prima d'ogni altro il diritto individuale al voto, riconosciuto ad ogni azionista indipendentemente dal numero delle azioni possedute, di cui all'art. 164 cod. comm. ed infine ad ogni azione, secondo la formula "*Jede aktie gewährt das stimmrecht*", con cui esordisce la sezione §252 del codice di commercio germanico promulgato il 10 maggio 1897<sup>57</sup>.

---

Oxford, 2009, 35; P. CONAC – L. ENRIQUES – M. GELTER, *Constraining Dominant Shareholders' Self-Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy*, in *ECFR*, 2007, 498 ss., in cui si sottolinea come i comportamenti opportunistici dei soci di maggioranza nei confronti di quelli di minoranza si possono classificare in due categorie: a) operazioni che avvantaggiano, anche indirettamente, i soci di maggioranza a danno del patrimonio sociale (c.d. *tunnelling*) e b) operazioni che sono atte a diluire la partecipazione del socio di minoranza, quali, a titolo esemplificativo, aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione o fusioni; in generale sull'*agency theory* cfr. H. HANSMANN, *The Ownership of Enterprise*, Cambridge, 1996, 39 e ss.; J. W. PRATT – R. J. ZECKHAUSER, *Principals and Agents: The Structure of Business*, Boston, 1985, 1 e ss.; E. FAMA, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in *J. Pol. Ec.*, 1980, 288; M. C. JENSEN – W. H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *J. Fin. Ec.*, 1976, 305; S. ROSS, *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, in *Am. Ec. Rev.*, 1973, 134; A. A. BERLE – G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New Brunswick, Londra, 1932, passim.

<sup>56</sup> Sul dibattito fra autonomia privata e norme imperative in materia societaria cfr. F. H. EASTERBROOK – D. R. FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, 1991, passim, in cui si afferma la tesi della contrattazione come meccanismo preferenziale di creazione delle regole, cui si accompagna la proposta di una decisa riduzione delle norme imperative nel campo societario; B. R. CHEFFINS, *Company Law. Theory, Structure and Operation*, Oxford, 1997, 126 e ss., ove si indagano i limiti propri dell'autonomia statutaria nella regolamentazione di tutti gli aspetti del contratto di società, arrivando alla conclusione che si tratta di un negozio fisiologicamente incompleto, in quanto le parti non sono in grado di predeterminare ogni aspetto della futura attività; da ciò si giustificherebbe pertanto la possibilità di una sua regolamentazione normativa; J. R. MACEY, *Corporate Law and Corporate Governance: A Contractual Perspective*, in *J. Corp. Law*, 1993, 185, in cui si conclude per la preferenza delle regole dispositive su quelle imperative, specialmente in sistemi giuridici, come quelli continentali, dove i cambiamenti normativi sono meno frequenti; in senso contrario cfr. C. JOLLS – C. R. SUNSTEIN – R. THALER, *A Behavioral Approach to Law and Economics*, in *Stan. L. Rev.*, 1998, 1471 e ss., in cui si contesta la fondatezza dell'assunto teorico per cui i privati sarebbero in grado, meglio della legge, di disciplinare i reciproci rapporti in modo da massimizzare il proprio benessere; con particolare riferimento alla necessità di una disciplina imperativa in materia di compensi degli amministratori cfr. L. A. BEBCHUK – H. SPAMANN, *Regulating Banker's Pay*, in *Georgetown Law J.*, 2010, 247.

<sup>57</sup> Cfr. L. BOLAFFIO, *Il nuovo codice di commercio germanico. 10 maggio 1897*, Torino, 1897.

Ma a tale indirizzo legislativo si sono opposti quelli che possono essere chiamati, consci della necessaria inesattezza del termine, i grandi azionisti; coloro che, secondo una distinzione fatta valere da alcuni economisti<sup>58</sup>, sono i veri imprenditori nell'organismo della società per azioni, mentre la grande massa dei piccoli azionisti si limita a riscuotere il dividendo, disinteressandosi del troppo complesso andamento sociale che, attraverso i più variegati sistemi – quali, a titolo esemplificativo, la cessione del diritto di voto mediante i riporti sulle azioni<sup>59</sup>, clausole per cui potranno essere nominati amministratori solo i detentori di certe azioni<sup>60</sup> o per cui l'assemblea potrà modificare lo statuto solo nelle parti che il consiglio di amministrazione presenterà alla discussione o che sottomettono la validità di certe modifiche al previo consenso di uno speciale comitato di azionisti<sup>61</sup> – rimane affidato a un nucleo ristretto di soci.

Si deve allora, prima di tutto, considerare la categoria di azionisti così detti risparmiatori, che, aumentate le possibilità di investimenti in azioni nell'immediato dopoguerra, a seguito di un'imponente ripresa dei traffici, dopo il periodo di stasi che si era necessariamente prodotto per la chiusura di molti dei più importanti centri del mercato mondiale, e resi questi facilmente realizzabili anche grazie alla perfetta trasmissibilità dei titoli, mirano soltanto ad avere una retribuzione del proprio capitale più alta che non in altre forme di investimento, senza nemmeno pretendere una vera ingerenza nell'amministrazione. Al contempo, vi sono molti soci che acquistano,

---

<sup>58</sup> Cfr. R. PASSOW, *Die Aktiengesellschaft. Eine wirtschaftswissenschaftliche studie*, Jena, 1922, 323; E. STEINITZER, *Ökonomische Theorie der Aktiengesellschaft*, Leipzig, 1908, 55 e ss.; sul punto cfr. anche T. ASCARELLI, *op. cit.*, 142; R. RAVÀ, *op. cit.*, 108; N. ELENA, *Le azioni cit.*, 85 e ss.; C. VIVANTE, *Le azioni cit.*, 549; R. WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, Milano, 1978, 13 e ss.; G. ROSSI, *op. cit.*, 899, il quale sottolinea come la fondamentale contrapposizione di interessi all'interno della compagine sociale tra soci di controllo, o soci imprenditori, e soci di minoranza, o risparmiatori, è un elemento che, sin dall'origine dell'istituto della società per azioni, caratterizza e distingue diversi possibili modelli e concezioni della *corporation*; più recentemente cfr. anche M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, Milano, 2010, 50.

<sup>59</sup> Cfr. A. ARCANGELI – T. ASCARELLI, *Il regime delle società per azioni con particolare riguardo al voto plurimo e alla protezione delle minoranze*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, I, 163; T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo cit.*, 142; C. VIVANTE, *Le azioni cit.*, 548.

<sup>60</sup> Cfr. H. MAZEAUD, *op. cit.*, 227 e ss.

<sup>61</sup> Cfr. N. ELENA, *Le azioni cit.*, 91.

contemporaneamente, azioni di varie società, diversificando così i rischi, per impiegare il loro capitale in un modo più redditizio rispetto all'investimento in titoli a interesse fisso; e, generalmente, anch'essi non si occupano della società, non curandosi della possibilità di usufruire dei larghi diritti concessi dalla legge.

Per costoro, il Gobbi si spinse a proporre la creazione di un terzo tipo di titoli, intermedio alle azioni e le obbligazioni, ossia i titoli di partecipazione, rappresentativi del contratto di associazione in partecipazione, da negoziarsi al portatore; in modo da lasciare le azioni, divenute tutte nominative, solo a coloro che fossero interessati effettivamente a influire al comando dell'impresa<sup>62</sup>.

Tale proposta, tuttavia, aveva il difetto di escludere da ogni influenza sulla gestione persone che avevano apportato i loro risparmi con animo diverso da quello del semplice partecipazionista, il cui diritto era limitato, ai sensi dell'art. 236, ultimo periodo, cod. comm., al conto delle cose conferite nell'associazione e a quello dei profitti e delle perdite; giacché, come riconosceva lo stesso autore<sup>63</sup>, la massa dei piccoli azionisti si disinteressava, in genere, alla gestione sociale, ma non in ugual misura né sempre. Tali associati, inoltre, non avrebbero altro diritto che un eventuale dividendo, il quale, come correttamente sottolineato<sup>64</sup>, potrebbe, comunque essere "facilmente occultabile nelle pieghe di un bilancio"; e l'impossibilità di far sentire la propria voce nell'assemblea che nomina i liquidatori toglierebbe loro ogni garanzia circa l'onesta conclusione dell'amministrazione sociale. Il meccanismo sociale, infine, che si verrebbe a creare con queste tre categorie di interessati (azionisti, partecipazionisti, obbligazionisti) si presterebbe facilmente a manovre altamente speculative e azzardate, dal momento che, non essendoci un limite all'emissione delle partecipazioni sopra menzionate, i gestori dell'impresa facilmente si potrebbero trovare ad amministrare

---

<sup>62</sup> Cfr. U. GOBBI, *Abolizione delle azioni al portatore*, in *Monit. Trib.*, 1916, 861.

<sup>63</sup> Cfr. U. GOBBI, *op. cit.*, 861.

<sup>64</sup> Così N. ELENA, *op. cit.*, 90.

un capitale, la cui massima parte sarebbe composta proprio dagli apporti di coloro che non avrebbero alcun diritto di *voice* sulle scelte imprenditoriali<sup>65</sup>.

Sarebbe diverso e più coretto, invece, affermare che le due macro-categorie di azionisti, imprenditori e risparmiatori<sup>66</sup>, spinti da diversi interessi e finalità, affrontano rischi ed alee diverse<sup>67</sup> e devono, pertanto, avere la possibilità di potersi conformemente differenziare anche dal punto di vista giuridico, come, difatti, avviene dal lato economico.

Le azioni a voto plurimo vengono, allora, a confermare giuridicamente questa divisione; da un lato vi sono gli azionisti a cui, in forza del voto plurimo, viene riservata l'amministrazione, dall'altro coloro che hanno semplicemente una partecipazione agli utili. Più che di un privilegio dei primi nei confronti dei secondi, è stato autorevolmente sostenuto<sup>68</sup> che, in realtà, si tratterebbe di una radicale diversità di attribuzioni, in quanto il difetto nel voto sarebbe largamente compensato dal privilegio nella distribuzione dei dividendi e nella preferenza in sede di liquidazione, attributi che hanno, tradizionalmente, caratterizzato le azioni a voto privilegiato<sup>69</sup>.

<sup>65</sup> In questo senso N. ELENA, *op. cit.*, 90.

<sup>66</sup> Seppur con i limiti che ogni divisione aprioristica reca.

<sup>67</sup> I primi, infatti, immobilizzano il loro apporto nell'azienda, mentre i secondi comprano le azioni con la sicurezza di poter, in qualsiasi momento, monetizzare il loro investimento.

<sup>68</sup> Cfr. T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo cit.*, 144.

<sup>69</sup> Era piuttosto pacifica in dottrina, infatti, l'idea che a un *minus* nei diritti amministrativi dovesse corrispondere un *plus* nei diritti patrimoniali, cfr. C. VIVANTE, *I progetti di riforma cit.*, 439; T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo cit.*, 144; N. ELENA, *Le azioni cit.*, 201; R. RAVÀ, *op. cit.*, 21; A. SCIALOJA, *Il voto plurimo cit.*, 87; H. MAZEAUD, *op. cit.*, 28 e ss.; A. AMIAUD, *Les actions à droit de vote inégal*, Paris, 1922, 60; tale orientamento ha trovato, successivamente, esplicito riconoscimento legislativo nell'articolo 2351, comma 2, c.c. dove si prevedeva che le azioni con voto limitato dovessero necessariamente avere privilegi nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento, cfr. A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in *Riv. soc.*, 1961, 927 e ss., in cui si sottolinea che, a fronte di un'ampia discrezionalità accordata agli statuti dall'art. 2351 c.c. nel determinare la doppia preferenza patrimoniale nel dividendo e nel rimborso del capitale, il contenuto concreto del privilegio deve essere disciplinato tenendo conto dei principi di correttezza e buona fede che investono tutti i rapporti obbligatori e anche quelli associativi. In questo senso, vi deve essere un'equa proporzione tra la limitazione del diritto di voto e la preferenza patrimoniale, di modo che dovrebbe considerarsi illegittima una clausola statutaria che comprimesse il diritto di voto accompagnata da una preferenza irrisoria nel dividendo; U. BUZZI, *Azioni privilegiate e azioni speciali nella pratica statutaria*, in *Riv. soc.*, 1959, 894, ove si riportano le possibili combinazioni del privilegio patrimoniale così come risultano dalla

Il sistema del voto plurimo – come è stato ampiamente sottolineato – favorirebbe, innanzitutto, la trasformazione delle imprese familiari e personali in società anonime, perché i loro proprietari non temerebbero la perdita del controllo, potendosi riservare le azioni di comando, e assicurerebbe la posizione dei fondatori<sup>70</sup>; gioverebbe anche alle grandi imprese industriali, che ottenendo col voto potenziato stabilità di programma possono esplicitare tranquillamente un lungo ciclo di produzione e di collocamento dei prodotti industriali<sup>71</sup>; aiuterebbe, altresì, a

---

pratica statutaria degli anni 1949-1957, esaminata attraverso un'indagine empirica condotta nel Bollettino Ufficiale delle società per azioni; B. VISENTINI, *Azioni di società*, in *Enc. Dir.*, Milano, 1959, IV, 987; A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, 118 e ss.; C. ANGELICI, *La partecipazione azionaria nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Torino, 1985, 16\*\*, 285; ID., *Le azioni*, ne *Il codice civile commentato*, diretto da P. Schlesinger, Milano, 1992, 170; M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, Torino, 1991, 2\*, 52 e ss.; G. FRÈ – G. SBISÀ, Art. 2351, in G. FRÈ – G. SBISÀ, *Della società per azioni*<sup>6</sup>, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. GALGANO, I, Bologna, 1997, 267; la rigida correlazione tra minori diritti amministrativi e maggiori diritti patrimoniali viene mantenuta nella disciplina delle azioni di risparmio introdotta con l'art. 14 della legge 7 giugno 1974, n. 216 per le società quotate, in cui per la prima volta si ammetteva l'esclusione del diritto di voto anche nelle deliberazioni dell'assemblea straordinaria, subordinandola, tuttavia, a ben definiti vantaggi nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale; cfr. G. FERRI, *La filosofia della miniriforma delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1975, I, 209; U. BELVISO, *Il significato delle azioni di risparmio*, in *Giur. comm.*, 1976, I, 779; M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981, passim; R. NOBILI, *La disciplina delle azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1984, 1212; solo con la riforma del 2003 si è infine giunti alla dissociazione fra limitazione o esclusione del diritto di voto e vantaggi di carattere patrimoniale; su questo ultimo punto cfr. *infra* par. 6.

<sup>70</sup> Questa esigenza è stata largamente confermata nella prassi societaria. Tale è il caso, più antico, della *Société Centrale des Banque de Province*, fondata in Francia nel 1911 da un gruppo di banchieri che se ne vollero assicurare il controllo attribuendo alle loro azioni un voto decuplo di quello assegnato alle azioni ordinarie offerte in pubblica sottoscrizione, cfr. E. THALER, *Des divers emplois possibles d'actions de priorité*, in *Journal des sociétés*, 1912, 394; in Germania tipico è il caso della società Krupp, la quale nel 1921 aveva un capitale di 250.000 marchi suddiviso in 3 categorie di azioni: la categoria A, in possesso alla famiglia Krupp, comprendeva 25.000 azioni a 10 voti (dunque 250.000 voti), la categoria B composta da 135.000 azioni a un voto e la categoria C da 90.000 azioni a un voto, che la società si era riservata di riscattare, qualora lo ritenesse opportuno, al 110% del loro valore nominale, cfr. E. ANTONELLI, *Les actions à voix multiples dans les sociétés anonymes en Allemagne et en France*, in *Rev. soc.*, 1922, 87; sull'argomento cfr. anche A. SCIALOJA, *op. ult. cit.*, 14; C. VIVANTE, *I progetti di riforma cit.*, 432; G. BOURCART, *Les actions à vote plural*, in *Journal des sociétés*, 1923, 420.

<sup>71</sup> Si cita la Società An. Umbra Prodotti Chimici, costituita con atto in data 22 giugno 1925, n. 94.709 di rep. a rogito dottor Riccardo Pengelli, notaio in Roma, registrato a Roma il 26 giugno 1925 al n. 29.040, vol. 440, (Trib. Roma, decr. 27 luglio 1925, in *Bollettino Ufficiale delle società per azioni*, 1925, I, XXXV, 65) che aveva un capitale iniziale di L. 100.000, subito aumentato a L. 1.000.000 (con atto in data 16 luglio 1925, a rogito dottor Riccardo Pengelli, registrato a Roma il 18 luglio 1925 al n. 1.310, vol. 441), diviso in 1.000 azioni nominative a 5 voti e 9.000 azioni al portatore a un voto senza privilegio

raccogliere capitale straniero, giacché gli stranieri, in genere – come è stato sostenuto – non sono “importatori di tecniche ma di capitali”, più desiderosi di dividendi che di ingerenze industriali e le azioni ordinarie meglio li garantirebbero, in quanto il mancato privilegio nel voto sarebbe compensato dalla presenza di una preferenza nella riscossione dei dividendi<sup>72</sup>; permetterebbero agli industriali italiani di mantenere il comando delle imprese nazionali, che, in un contesto di forte svalutazione della moneta, rischiano di passare nelle mani straniere, con i gravi pericoli di asservimento constatati durante la prima guerra mondiale<sup>73</sup>; difenderebbero le imprese che hanno carattere personale, preservando, a titolo di esempio, l’indirizzo politico di un giornale e la dignità della sua missione dai mutevoli orientamenti degli azionisti <sup>74</sup> ;

---

patrimoniale. Su tali finalità del voto plurimo cfr. A. SCIALOJA, *Le azioni cit.*, 16; C. VIVANTE, *I progetti di riforma cit.*, 432.

<sup>72</sup> Si riporta a riguardo l’esempio della Società An. Idroelettrica Piemonte (S.I.P.), nata il 19 aprile 1918 dalla fusione della Società An. Idroelettrica Point St. Martin con la Società An. Idroelettrica Valle d’Aosta (Trib. Torino, 10 maggio 1918), che, con deliberazione dell’assemblea straordinaria in data 23 marzo 1925 (Trib. Torino, 29 marzo 1925), ha aumentato il capitale da L. 200.000.000 a L. 600.000.000, emettendo per L. 200.000.000 azioni alla pari da assegnarsi esclusivamente in permuta di interessenze azionarie in aziende elettriche italiane e per apporti di impianti, di cui la metà con 5 voti, nominative e trasferibili solo a cittadini italiani col consenso del consiglio di amministrazione, e per L. 200.000.000 azioni privilegiate con un voto e dividendo maggiorato del 5%; in tal modo si è potuto accogliere, senza timore di perdere a nazionalità dell’impresa, un forte concorso di capitale americano nella sottoscrizione delle azioni con privilegi patrimoniali; cfr. SOCIETÀ IDROELETTRICA PIEMONTESE, *Statuto*, Torino, 1925; sull’argomento v. anche T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo cit.*, 142; C. VIVANTE, *I progetti di riforma cit.*, 432; N. ELENA, *Le azioni cit.*, 90; R. RAVÀ, *op. cit.*, 5; H. MAZEAUD, *op. cit.*, 28.

<sup>73</sup> Talune delle grandi società formate per assumere l’esercizio delle reti telefoniche, ai fini di mantenere il loro carattere nazionale, si sono inizialmente limitate a dividere le proprie azioni in due categorie, A e B, assegnando alla prima il 60% del capitale in azioni nominative possedibili solo da cittadini italiani; successivamente però hanno fatto ricorso al sistema del voto plurimo. Così, la Società An. Esercizi Telefonici costituitasi con un capitale di L. 50.000.000, diviso nel modo suddetto, aveva già previsto nel suo atto costitutivo la possibilità di emettere azioni a voto multiplo da computare alla categoria A e, difatti, con delibera in data 25 maggio 1925 (Trib. Roma, 1 giugno 1925, in *Bollettino Ufficiale delle società per azioni*, 1925, I, XXVII, 203) ha poi emesso 90.000 azioni (di categoria A) con 5 voti, nominative, cedibili solo a cittadini o società italiane e col consenso del consiglio di amministrazione, cfr. A. SCIALOJA, *Il voto plurimo cit.*, 28; sull’argomento cfr. anche C. VIVANTE, *I progetti di riforma cit.*, 432; N. ELENA, *Le azioni cit.*, 5, 146; R. RAVÀ, *op. cit.*, 132 e ss.; in senso analogo E. ANTONELLI, *Les actions à voix multiples dans le sociétés anonymes en Allemagne et en France*, in *Rev. soc.*, 1922, 85.

<sup>74</sup> Tale è il caso della Società An. Editoriale e di Pubblicità cui il Tribunale di Milano aveva negato l’omologazione con decreto 25 luglio 1924 (cfr. Trib. Milano, decr. 25 luglio 1924, in *Temi lomb.*, 1924, 444), poi concessa dalla Corte d’Appello (cfr. App. Milano, decr. 13 agosto 1924, in *Temi lomb.*, 1924, 426); il capitale sociale, nello specifico, era suddiviso in 400 azioni, delle quali 40 con 10 voti,

contribuirebbero a ripristinare il valore di imprese dissestate, grazie al concorso di nuovi soci che vi investirebbero capitali ed energie avendo il beneficio del voto plurimo<sup>75</sup>; costituirebbero un efficace alternativa, infine, ai sindacati o consorzi di difesa, ai divieti di alienabilità della partecipazione, totali o parziali, agli improvvisi e talvolta eccessivi aumenti di capitale, diretti a sventare manovre di scalate ostili e, in genere, a tutti i mezzi non sempre efficienti e, talora, troppo onerosi con i quali la tecnica degli affari persegue gli scopo appena accennati<sup>76</sup>.

##### 5. Dal progetto D'Amelio al codice civile del '42

L'applicazione sempre più estesa delle azioni a voto plurimo sia in Italia che all'Estero in risposta alle esigenze sopra menzionate portò, tuttavia, la stessa dottrina che ne aveva esaltato i benefici a sottolineare l'importanza che questo istituto, penetrato negli statuti con l'approvazione dei tribunali, "quasi di contrabbando, fosse tolto dall'incertezza dell'empirismo e posto sul binario di una legge"<sup>77</sup>.

La prima proposta di regolamentazione venne dal Vivante, nella sua qualità di vice presidente della Sottocommissione B, costituita con regio decreto 3 giugno 1924, con l'incarico di predisporre il progetto di decreto contenente il nuovo codice di commercio, il cui presidente era Mariano D'Amelio<sup>78</sup>. In particolare, le condizioni alle

---

attribuite al direttore, e 360 con un voto. Sottolineano questa finalità del voto plurimo A. SCIALOJA, *Le azioni cit.*, 15; C. VIVANTE, *I progetti di riforma cit.*, 432.

<sup>75</sup> Così G. DANOS, *Les actions à vote plural*, Paris, 1922, 60; H. MAZEAUD, *op. cit.*, 60; A. SCIALOJA, *Le azioni cit.*, 32; C. VIVANTE, *I progetti di riforma cit.*, 432.

<sup>76</sup> Cfr. A. GUASTI, *op. cit.*, 68; C. VIVANTE, *Le azioni cit.*, 548.

<sup>77</sup> Cfr. C. VIVANTE, *I progetti di riforma cit.*, 432, il quale proponeva di regolare il fenomeno con una legge speciale, che sarebbe potuta poi confluire nella riforma del codice. Sulla necessità di regolamentazione del voto plurimo ID. *Le azioni cit.*, 548; T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo cit.*, 146; N. ELENA, *Le azioni cit.*, 195 e ss.; A. SCIALOJA, *Le azioni cit.*, 79 e ss.; H. MAZEAUD, *op. cit.*, 168.

<sup>78</sup> Per il testo del progetto cfr. COMMISSIONE REALE PER LA RIFORMA DEI CODICI. SOTTOCOMMISSIONE B, *Codice di Commercio. Progetto*, Roma, 1925, I, passim. Il tema della riforma del codice di commercio era già stato affrontato dalla Commissione Reale per i problemi del dopoguerra, istituita con decreto legislativo luogotenenziale del 16 settembre 1917, n. 1529, con ampia rappresentanza di forze parlamentari e sociali. Sopravenuta la crisi ministeriale nell'ottobre 1917, parecchi mesi trascorsero senza che si provvedesse ulteriormente. Successivamente, con un nuovo decreto luogotenenziale in data 21 marzo 1918, n. 361, abrogativo di quello precedente, fu nominata una



quali si prospettava di subordinare l'emissione delle azioni a voto plurimo erano: *a)* che la deliberazione fosse presa dall'assemblea costituita con le maggioranze prescritte dall'art. 199 del progetto (assemblea straordinaria); *b)* che le azioni fossero nominative e intestate a cittadini italiani; *c)* che il numero dei voti delle azioni a voto plurimo fosse inferiore al numero dei voti delle azioni non fornite di questa prerogativa; *d)* che le azioni a voto plurimo non potessero ritirare alcun dividendo prima che non fosse pagato il 5% alle azioni ordinarie o privilegiate e che non potessero essere rimborsate prima di queste ultime; *e)* che fosse indicato sulle azioni a voto plurimo il numero dei voti cui danno diritto<sup>79</sup>. La maggioranza della Sottocommissione, però, pur apprezzando l'importanza delle ragioni che militavano a favore del voto plurimo, non ritenne di poter accettare il nuovo istituto nel progetto del codice; e ciò, come si sottolineò nella Relazione<sup>80</sup>, non per omaggio al dogma teorico dell'uguaglianza degli azionisti o a quello del carattere capitalistico della società per azioni<sup>81</sup>, ma per motivi

---

Commissione centrale, presieduta dal Presidente del Consiglio dei Ministri, e divisa in due Sottocommissioni, la prima per le materie giuridiche, amministrative e sociali, presieduta dal senatore Vittorio Scialoja, e la seconda per gli affari economici, presieduta dal deputato Edoardo Pantano (cfr. Progetto SCIALOJA del 1917, in COMMISSIONE REALE PER IL DOPO GUERRA, *Studi e proposte della prima Sottocommissione presieduta dal sen. Vittorio Scialoja*, Roma, 1920, 320, che, tuttavia, come si legge nella stessa presentazione della proposta, non era che uno stralcio dal disegno di riforma del Titolo IX, Libro I, cod. comm., compilato dal prof. Antonio Scialoja nel 1910, mai presentato al Parlamento, e pubblicato successivamente in alcune riviste sotto il titolo di Progetto FANI-LUZZATI, cfr. C. FANI – L. LUZZATI, *Disegno di legge sulle società ed associazioni commerciali*, in *Riv. dir. comm.*, 1911, I, 976). Ad organiche conclusioni si giunse solo ad opera della speciale commissione nominata con decreto ministeriale 8 novembre 1919 dal Guardasigilli Mortara e presieduta dal prof. Cesare Vivante, con segretario generale il prof. Alberto Asquini (cfr. COMMISSIONE MINISTERIALE PER LA RIFORMA DELLA LEGISLAZIONE COMMERCIALE PRESIEDUTA DAL PROF. CESARE VIVANTE, *Progetto cit.*, passim.) che, pur avendo avuto il merito di introdurre importanti innovazioni, quali la proposta della società a garanzia limitata, già citata in precedenza, non si è occupata del voto plurimo.

<sup>79</sup> Cfr. COMMISSIONE REALE PER LA RIFORMA DEI CODICI. SOTTOCOMMISSIONE B, *Codice di Commercio. Relazione sul Progetto*, a cura del Presidente D'AMELIO, dei Commissari: ARCANGELI – ASQUINI – BOLAFFIO – BONELLI – JANNITI e del Segretario FRÈ, Roma, 1925, II, 77.

<sup>80</sup> Cfr. COMMISSIONE REALE PER LA RIFORMA DEI CODICI. SOTTOCOMMISSIONE B, *Codice di Commercio. Relazione sul Progetto cit.*, 77.

<sup>81</sup> Si sottolineava, a proposito, che la "moderna tendenza delle società anonime a personalizzarsi, ad avvicinarsi all'accomandita, ebbe infatti larghi riconoscimenti". Cfr. Cfr. COMMISSIONE REALE PER LA RIFORMA DEI CODICI. SOTTOCOMMISSIONE B, *Codice di Commercio. Relazione sul Progetto cit.*, 77. Sull'*intuitus personae* e sul carattere capitalistico della società per azioni cfr. *supra* par. 3.

di ordine “essenzialmente pratico”. Si temeva, infatti, che il voto plurimo facilitasse troppo “l’ infeudamento” delle società anonime a ristretti gruppi finanziari, i quali, sicuri della loro stabilità, potrebbero finire per curare di più i loro interessi che quelli della maggioranza degli azionisti<sup>82</sup>. Non si condivideva, inoltre, l’ assunto secondo cui, attraverso il voto plurimo, si potessero difendere le imprese nazionali dagli attacchi di gruppi stranieri; si notava, viceversa, che si sarebbe potuto utilizzare tale strumento durante la vita della società, nel momento in cui essa si sia già affermata ed avviata ed il suo dominio più ambito<sup>83</sup>, proprio da speculatori estranei, che riuscissero a disporre per un momento della maggioranza necessaria per far votare all’ assemblea il voto plurimo<sup>84</sup>. La Sottocommissione non volle, però, pregiudicare l’ eventuale riesame della questione nel corso ulteriore dei lavori legislativi e non pose alcuna norma che sancisse espressamente il divieto delle azioni a voto plurimo<sup>85</sup>. Abbandonato il progetto relativo al voto plurimo, la maggioranza della Sottocommissione si trovò, invece, concorde su un’ altra proposta, ispirata a scopi analoghi, ma che sembrò più moderata e più aderente alle effettive esigenze dell’ economia nazionale; si trattava

---

<sup>82</sup> La Sottocommissione non poté non notare come, in quel determinato momento storico il controllo delle banche finanziatrici sulle imprese finanziate fosse, in certi limiti, una necessità, ma ritenne che, attraverso il voto plurimo, si corresse il rischio di trasformare tale controllo in un “asservimento sistematico, generatore di monopoli sempre più rigidi e pericolosi”. Cfr. COMMISSIONE REALE PER LA RIFORMA DEI CODICI. SOTTOCOMMISSIONE B, *Codice di Commercio. Relazione sul Progetto cit.*, 78.

<sup>83</sup> Si osservava, infatti, che difficilmente il voto plurimo sarebbe stato introdotto in sede di costituzione poiché avrebbe ostacolato la collazione delle azioni sul mercato. Cfr. COMMISSIONE REALE PER LA RIFORMA DEI CODICI. SOTTOCOMMISSIONE B, *Codice di Commercio. Relazione sul Progetto cit.*, 78.

<sup>84</sup> Cfr. COMMISSIONE REALE PER LA RIFORMA DEI CODICI. SOTTOCOMMISSIONE B, *Codice di Commercio. Relazione sul Progetto cit.*, 78.

<sup>85</sup> L’ art. 169 del Progetto recitava infatti:

“Le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti.

Si possono tuttavia creare gruppi di azioni forniti di diritti diversi, sia con l’ atto costitutivo, sia con le successive modifiche dello statuto.

Si possono ugualmente, mediante disposizioni dell’ atto costitutivo o dello statuto, emettere speciali categorie di azioni a favore del personale addetto alla società, con norme particolari riguardo alla forma, al valore, all’ inalienabilità e ad ogni altra facoltà spettante agli azionisti.

In qualunque caso ogni azionista ha diritto a un voto, salvo le disposizioni dell’ articolo seguente.” Cfr. COMMISSIONE REALE PER LA RIFORMA DEI CODICI. SOTTOCOMMISSIONE B, *Codice di Commercio. Progetto cit.*, 68.

delle azioni con diritto di voto limitato alle assemblee straordinarie, ben adatte al risparmio frazionato dei privati, senza “poter essere oggetto di accaparramenti per manovre di scalata”<sup>86</sup>.

Nonostante il progetto avesse cercato di mitigare le diverse istanze di rafforzamento delle garanzie di legalità nelle anonime e accomandite per azioni, disponendo una disciplina più organica delle società commerciali, e di riconoscimento delle prerogative dei gruppi di comando – fenomeno che si cercò di regolare e di limitare in alcune manifestazioni, ma che sarebbe stato irrealistico disconoscere – si manifestarono subito opposizioni e riserve, a cominciare da quelle più autorevoli del Consiglio Superiore dell’Economia Nazionale<sup>87</sup>. In particolare, il Consiglio tornò a

---

<sup>86</sup> Le azioni a voto limitato, così come disciplinate nel Progetto, avevano di *default* priorità nella distribuzione dei dividendi e nel rimborso del capitale, potevano avere, per disposizione dello statuto, un dividendo maggiorato e la loro emissione non era sottoposta ad alcun limite quantitativo. Viene, inoltre, esplicitamente in rilievo l’elemento personalistico, osteggiato dagli oppositori del voto plurimo, ma che, indubbiamente, è alla base della differenziazione dei diritti di voto nelle partecipazioni azionarie, ove si prevede che le azioni a voto limitato possono essere assegnate anche a una determinata categoria di soci.

Cfr. il testo dell’art. 179:

“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. 199. 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.” Cfr. COMMISSIONE REALE PER LA RIFORMA DEI CODICI. SOTTOCOMMISSIONE B, *Codice di Commercio. Progetto cit.*, 68.

<sup>87</sup> Cfr. in senso critico anche ASSOCIAZIONE FRA LE SOCIETÀ ITALIANE PER AZIONI, *Osservazioni e proposte sul progetto di nuovo codice di commercio*, Roma, 1928, I, 43 e ss., ove si critica la possibilità di creare *ad libitum* azioni di comando a voto pieno (che si sostituirebbero alle azioni a voto plurimo), con i soli limiti della postergazione nei dividendi e nel rimborso del capitale, le quali, anziché scongiurare monopoli come auspicato, avrebbero l’effetto contrario di “spalancare le porte alla signoria delle temute oligarchie”, proprie perché sprovviste di vincoli, limitazioni e sacrifici tali da temperarne gli effetti e da evitarne gli eccessi e gli abusi.

prendere posizione in favore delle azioni a voto plurimo, respingendo quelle a voto limitato; proponendo, però, a maggioranza, in un primo momento, nel mese di maggio del 1925, dopo seri contrasti, che ne potessero essere intestatarie solo persone fisiche di cittadinanza italiana, requisito, tuttavia, successivamente abbandonato<sup>88</sup>.

Il contrasto sul tema del voto plurimo, ma anche su altri punti centrali della riforma delle società commerciali, fra il progetto ufficiale e le posizioni delle forze rappresentative del mondo finanziario e produttivo non poteva condurre che a una fase di ripensamento e di temporaneo arresto nella materia, durante il quale si adottò

---

<sup>88</sup> La Cfr. MINISTERO DELL'ECONOMIA NAZIONALE. CONSIGLIO SUPERIORE DELL'ECONOMIA NAZIONALE, *Atti del Consiglio superiore dell'economia nazionale: voti e osservazioni sul progetto del nuovo Codice di commercio*, Roma, 1926, 45; la proposta definitiva prevedeva l'adozione del voto plurimo alle seguenti condizioni: *a*) che la deliberazione fosse presa dall'Assemblea con l'intervento inderogabile di tanti soci rappresentanti almeno la metà del capitale sociale e il voto favorevole della maggioranza degli intervenuti. Quando la emissione avvenisse con deroga alle norme dell'atto costitutivo o dello statuto sociale il capitale rappresentato dagli intervenuti alla assemblea dovesse essere di due terzi; *b*) che tutte le azioni avessero diritto a un voto e quelle a voto plurimo non avessero un numero di voti superiori al quintuplo di quelle ordinarie di uguale valore; *c*) che il numero dei voti delle azioni a voto plurimo non superasse il 40% del totale dei voti rappresentati dal capitale sociale; *d*) che le azioni a voto plurimo fossero interamente liberate all'atto della sottoscrizione e fossero nominative; *e*) che, nel caso di trasferimento, le azioni a voto plurimo fossero solo trasferibili a soci già portatori di tali azioni. Nel caso in cui non si trovassero acquirenti in tale categoria, salvo le diverse disposizioni che fossero stabilite dallo statuto, le azioni a voto plurimo potessero essere trasferiti a terzi solo con il consenso dell'assemblea delle azioni ordinarie; *f*) che nella distribuzione dei dividendi non potessero avere condizioni più vantaggiose di quelle fatte alle azioni ordinarie e non potessero essere rimborsate prima del totale rimborso di queste ultime; *g*) che tutte le azioni avessero uguale numero di voti nella nomina dei sindaci, nelle assemblee convocate dal Tribunale ai sensi dell'art. 153 cod. comm., nelle deliberazioni per la emissione di azioni privilegiate (fermo però il diritto degli azionisti a voto plurimo a mantenere la proporzione dei voti a loro attribuiti), nelle deliberazioni di cambiamento dell'oggetto sociale o di riduzione del capitale e nelle deliberazioni attinenti alla liquidazione della società; *h*) che nelle azioni fosse indicato il numero dei voti. Cfr. sul tema anche C. VIVANTE, *I progetti di riforma cit.*, 437, in cui l'Autore suggeriva alcune modifiche al progetto sopra menzionato; nello specifico proponeva: *i*) la soppressione della disposizione *sub c*); *ii*) l'aggiunto al punto *sub d*) che le azioni a voto plurimo non potessero essere quotate e dovessero appartenere a cittadini o società italiane; *iii*) l'eliminazione del divieto *sub e*); *iv*) di vietare all'assemblea la creazione di nuove riserve facoltative (o l'aumento delle esistenti) se prima non fosse distribuito agli azionisti ordinari un dividendo uguale all'interesse legale, in modo da scongiurare l'eventualità che gli azionisti a voto plurimo, dominanti nell'assemblea e più interessati al rapido sviluppo dell'impresa che alla riscossione dei dividendi, deliberino la formazione di riserve facoltative a scapito degli azionisti con voto ordinario; *v*) di estendere la perdita del beneficio del voto potenziato ai casi in cui la sua soppressione sia deliberata dall'assemblea convocata dalla minoranza, con il *quorum* necessario alla modifica dello statuto e in cui anche gli azionisti a voto plurimo avrebbero un voto.

un nuovo indirizzo<sup>89</sup> e si autorizzò il Governo del Re, con la legge 4 giugno 1931, n. 659, a pubblicare il nuovo codice di commercio a libri o titoli separati entro un più diluito arco temporale<sup>90</sup>.

La riforma del codice di commercio, e con sé la dibattuta questione del voto plurimo, ebbe nuovo impulso nel 1939, quando, per opera del neo eletto Ministro della Giustizia Dino Grandi, fu affidata a un Comitato presieduto dal professor Alberto Asquini la rielaborazione di un nuovo progetto di codice di commercio, che venne ultimato nel 1940<sup>91</sup>.

La situazione politico-economica, tuttavia, era profondamente mutata dall'elaborazione dell'ultima proposta della Sottocommissione D'Amelio del 1925 e il periodo storico contraddistinto in tutta l'Europa dall'apogeo del liberalismo

---

<sup>89</sup> Successivamente alla pubblicazione del progetto di riforma ad opera della Sottocommissione presieduta da Mariano D'Amelio, prevalse la volontà di procedere nella regolamentazione della materia commerciale mediante leggi speciali. Si ebbero in quegli anni e fino all'approvazione del codice civile nel 1942 solamente alcuni provvedimenti di qualche rilievo, fra cui si ricorda la disciplina delle società ed enti chiamati a esercitare funzioni fiduciarie e revisionali, di cui al Regio Decreto-Legge 16 dicembre 1926, n. 2214; la legge 10 luglio 1930, n. 995, sul fallimento e la legge 4 giugno 1931, recante le nuove disposizioni penali in materia di società elaborate dal Guardasigilli Rocco.

<sup>90</sup> Al rinvio della riforma generale del codice di commercio, concorse però una ragione politica di più vasta portata e cioè l'intervenuta riforma corporativa, con la legge 3 aprile 1926, n. 563 sulla disciplina collettiva dei rapporti di lavoro e con la promulgazione della Carta del Lavoro avvenuta nel 1927, Legge e Carta di cui Rocco fu il principale artefice. La nuova legislazione corporativa, infatti, dando rilievo alla figura dell'imprenditore, come organizzatore dei fattori della produzione, rispetto alla figura tradizionale del commerciante come semplice intermediario negli scambi, fece riflettere anche i commercialisti più tradizionalisti, sulla opportunità di impostare la riforma del codice di commercio, anziché sul sistema degli atti obiettivi di commercio, secondo il modello dei codici di tipo francese, su quello della impresa commerciale, in senso soggettivo, secondo il sistema del codice di commercio germanico del 1900. Di questa corrente di pensiero si fece alfiere soprattutto il Mossa (cfr. L. MOSSA, *Per il nuovo codice di commercio*, in *Riv. dir. comm.*, 1928, I, 16 e ss.; *Id.*, *Contributo allo studio dell'impresa e del lavoro*, in *Archivio di studi corporativi*, 1941, 63 e ss.). Ma poiché la questione era allora vivacemente discussa in sede scientifica e si intrecciava con quella del codice unico delle obbligazioni di tipo svizzero, ritornata alla ribalta con gli studi per il progetto di codice delle obbligazioni italo-francese, non condivisa dal Rocco, la riforma generale del codice di commercio fu rimessa da questi ai suoi successori. Cfr. sulla materia A. ASQUINI, *Dal codice di commercio del 1865 al libro del lavoro del 1942*, in *Studi per il centenario dell'unificazione legislativa italiana, 1865-1965. Codice civile – Codice di commercio – Codice di procedura civile – Codice della navigazione*, Firenze, 1968, 61.

<sup>91</sup> Cfr. MINISTERO DI GRAZIA E GIUSTIZIA, *Lavori preparatori del codice civile (anni 1939-1941). Progetti preliminari del libro delle obbligazioni, del codice di commercio e del libro del lavoro. Volume IV. Progetto preliminare del codice di commercio*, Roma, 1942.

economico era ormai tramontato a seguito delle grandi crisi economiche e ancor più delle tendenze dottrinarie e ideologiche verso l'ordinamento corporativo<sup>92</sup>.

La riforma bancaria, avvenuta con il Regio Decreto-Legge 12 marzo 1936, n. 375, poi convertito con modificazioni dalla l. 7 marzo 1938, n. 141, che sottrasse in parte le società esercenti il credito al regime del diritto commerciale e, in ogni caso, pose termine in Italia al sistema della banca mista titolare di pacchetti azionari di controllo<sup>93</sup>,

---

<sup>92</sup> Secondo la definizione generale di Spann, per corporativismo può intendersi "il modo di essere, qualunque esso sia, di un'economia individuale stabilita su basi gerarchiche", cfr. O. SPANN, *Der wahre Staat*, Leipzig, 1921, 195 e ss.; l'economia corporativa, a differenza dell'economia collettiva, presuppone e implica l'iniziativa individuale e pertanto la proprietà privata dell'impresa. Ma, a differenza dell'economia libera, subordina le iniziative individuali a direttive di insieme imposte autoritativamente da un potere estrinseco all'autonomia dei singoli interessati, in modo da assicurare un risultato unitario in un vasto ambito organizzativo. Sul corporativismo, in generale, cfr. F. L. PRYOR, *Corporatism as an economic system: A review essay*, in *J. Comp. Econ.*, 1988, 317; P. J. WILLIAMSON, *Varieties of Corporatism. A conceptual discussion*, Cambridge, 1985, passim; M. FANNO, *Introduzione allo studio della teoria economica del corporativismo*, Padova, 1936, passim; In particolare, in Italia, un complesso strumentale di norme positive (ordinamento corporativo fascista), tra cui si ricordano la legge 3 aprile 1926, n. 563, sulla disciplina giuridica dei rapporti collettivi del lavoro (i cui principi sono stati annunciati nella famosa Carta del Lavoro del 21 aprile 1927), e la legge 5 febbraio 1934, n. 163, sulla costituzione e funzioni delle corporazioni, ha costituito un sistema organico di istituzioni pubbliche, l'apparato corporativo fascista, per attuare la disciplina integrale degli interessi economici individuali in rapporto all'interesse superiore dello Stato, cfr. C. COSTAMAGNA, *Corporativismo e unità dell'ordinamento giuridico*, in *Atti del I° Congresso giuridico italiano. Le Relazioni*, Roma, 1933, 134 e ss.; sulle fasi di sviluppo dell'ordinamento corporativo in Italia cfr. G. BOTTAL, *L'ordinamento corporativo*, Milano, 1936, 13; sui rapporti tra ordinamento corporativo e diritto commerciale cfr. G. TARISSI DE JACOBIS, *L'ordinamento corporativo e le fonti del diritto commerciale*, Roma, 1933, passim; C. VIVANTE, *La riforma delle leggi commerciali attraverso l'ordinamento corporativo*, in *Atti del I° Congresso giuridico italiano cit.*, 483; E. SOPRANO, *Codice di commercio o codice dell'economia corporativa?*, in *Foro it.*, 1937, 132; A. ASQUINI, *Una svolta storica del diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 1940, I, 511; ID., *Il diritto commerciale nel sistema della nuova codificazione*, *ivi*, 1941, I, 430; S. SOTGIA, *Il diritto commerciale nell'ordinamento corporativo*, Padova, 1942, 15.

<sup>93</sup> Il modello della banca mista, di tipo tedesco, era basato sulla raccolta del risparmio effettuato per il tramite dello strumento del deposito, sia a visto che vincolato, e sull'erogazione indifferenziata di capitali a breve e lungo termine, per fornire, da un lato, credito di esercizio alle imprese e finanziarne, dall'altro, gli immobilizzi. Queste ultime operazioni erano, in genere, concepite tecnicamente in modo non dissimile dalle prime, ma con l'accordo esplicito di venire rinnovate alla scadenza. Ogni banca finanziava, in tal modo, un numero relativamente ristretto di imprese, per somme elevate e veniva ad avere un interesse diretto al buon andamento di esse; nel momento in cui i crediti concessi non venivano rimborsati, la banca li rinnovava, chiedendo ulteriori garanzie, che consistevano, spesso, in azioni della società finanziata. Si creavano, così, delle vere e proprie *holding* finanziarie. L'entrata in vigore del R. D. L. 12 marzo 1936, n. 375, recante disposizioni per la difesa del risparmio e per la disciplina della funzione creditizia muta profondamente il contesto accennato. In particolare, si introducono i principi della specializzazione temporale e materiale del credito, distinguendo gli istituti a seconda che gestissero il

contribuì al superamento del sistema del voto plurimo; il quale, se un tempo poteva essere considerato “un comodo strumento di dominio e un necessario strumento di difesa”<sup>94</sup>, non trovava più un’apprezzabile funzione nel nuovo contesto economico normalizzato e controllato<sup>95</sup>.

La scelta, dunque, fu quella di mantenere le azioni a voto limitato<sup>96</sup>, escludendo, in via generale, il voto multiplo<sup>97</sup>, che avrebbe potuto, comunque, trovare applicazione,

---

credito a breve (individuati dall’art. 5) o a medio-lungo termine (di cui all’art. 41), la cui disciplina si trovava rispettivamente negli articoli 28 e ss. e 41 e ss. del decreto, e della separatezza banca-industria, per cui le partecipazioni bancarie al capitale azionario delle imprese erano sottoposte a particolari vincoli autorizzativi, ai sensi degli articoli 33 e 35 del decreto. Cfr. G. TONIOLO, *Crisi economica e smobilizzo pubblico delle banche miste (1930-1934)*, in AA.VV., *Industria e banca nella grande crisi 1929-1934*, Milano, 1978, 291; ID., *L’economia dell’Italia fascista*, Bari, 1980, 197 e ss.; P. SARACENO, *Salvataggi bancari e riforme negli anni 1922-1936*, in AA. VV., *Banca e industria fra le due guerre*, Bologna, 1981, II, 15; F. BELLI, *Le leggi bancarie del 1926 e del 1936-1938*, *ibidem*, 203; più recentemente cfr. E. GALANTI, *La storia dell’ordinamento bancario e finanziario italiano fra crisi e riforme*, in AA. VV., *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di E. GALANTI, in *Trattato di diritto dell’economia*, diretto da E. Picozza - E. Gabrielli, Padova, 2008, V, 1; F. CAPRIGLIONE, *Un secolo di regolazione*, in AA. VV., *L’ordinamento finanziario italiano*<sup>2</sup>, Padova, 2010, I, 72; R. COSTI, *L’ordinamento bancario*<sup>5</sup>, Bologna, 2012, 23.

<sup>94</sup> Così come avvenuto nel caso del Consorzio Mobiliare Finanziario, costituitosi fra i maggiori azionisti della Banca Commerciale Italiana e i fratelli Perrone, per arrestare i tentativi di scalate di questi ultimi e garantire la continuità del gruppo di comando della banca; cfr. anche *supra* nt. 24.

<sup>95</sup> Cfr. la Relazione dell’Asquini in MINISTERO DI GRAZIA E GIUSTIZIA, *Lavori preparatori del codice civile (anni 1939-1941). Progetti preliminari del libro delle obbligazioni, del codice di commercio e del libro del lavoro. Volume III. Relazione al progetto preliminare del codice di commercio*, Roma, 1942, 64.

<sup>96</sup> Cfr. l’art. 205 del progetto, ove si prevedeva che: “Ogni azione attribuisce il diritto di voto. L’atto costitutivo può tuttavia stabilire che una categoria di azioni, a cui si è attribuito un privilegio nella ripartizione degli utili o nel rimborso del capitale allo scioglimento della società, abbia diritto al voto soltanto nelle deliberazioni previste dall’art. 218. La limitazione al diritto di voto deve risultare dal titolo.”

<sup>97</sup> L’art. 207 del progetto, infatti, sanciva espressamente un divieto generale all’emissione di azioni a voto plurimo prevedendo che: “Non possono emettersi azioni a voto plurimo, salvo quanto disposto nell’art. 320.”

ai sensi dell'art. 320, nelle società di interesse nazionale<sup>98</sup>, assolvendo, in tali casi, una funzione utile per l'economia pubblica<sup>99</sup>.

Di lì a poco, tuttavia, si arrivò a una svolta storica<sup>100</sup>, per cui il Consiglio dei Ministri, su proposta del Guardasigilli Grandi, deliberò in data 4 gennaio 1941 l'unificazione della materia civile con quella commerciale, in base alla quale la materia regolata dal codice di commercio veniva a confluire in massima parte nel libro "Dell'impresa e del lavoro"<sup>101</sup>, poi libro "Del lavoro", l'attuale libro V, approvato con Regio Decreto 30 gennaio 1941, n. 17<sup>102</sup>.

L'impostazione finale dell'art. 285 del libro "Del lavoro", che sarebbe poi divenuto l'art. 2351 del nuovo codice civile, eliminava definitivamente dal nostro

---

<sup>98</sup> L'utilizzo del voto plurimo, anche per le società di interesse nazionale, era comunque sottoposto all'osserva di alcune condizioni; nello specifico: 1) l'emissione delle azioni e il numero dei voti doveva essere preventivamente approvato dal Ministero di Grazia e Giustizia, in accordo con il Ministro delle Corporazioni; 2) alle azioni a voto plurimo non poteva essere attribuito un numero di voti superiore al quintuplo di quello attribuito alle azioni ordinarie di pari valore; 3) il totale dei voti attribuiti alle azioni a voto plurimo non poteva eccedere la metà dei voti spettanti al totale delle azioni e 4) le azioni a voto plurimo dovevano essere in ogni caso nominative; cfr. MINISTERO DI GRAZIA E GIUSTIZIA, *Lavori preparatori del codice civile (anni 1939-1941). Progetti preliminari del libro delle obbligazioni, del codice di commercio e del libro del lavoro. Volume IV. Progetto cit.*, 116.

<sup>99</sup> Cfr. MINISTERO DI GRAZIA E GIUSTIZIA, *Lavori preparatori del codice civile (anni 1939-1941). Progetti preliminari del libro delle obbligazioni, del codice di commercio e del libro del lavoro. Volume III. Relazione cit.*, 64.

<sup>100</sup> La ragione determinante della svolta fu la riflessione dell'unità dell'ordinamento del lavoro, sulla pianificazione della riforma. Si volle che il codice civile - a parte il diritto familiare e delle successioni - fosse impostato sulla tutela del lavoro e della impresa (espressione anche questa del lavoro), piuttosto che su quella della proprietà, perno del codice civile del 1865, e poiché la disciplina del lavoro e dell'impresa non poteva non essere nei principi fondamentali unitaria, secondo le esigenze dell'economia organizzata di quel tempo, la incorporazione del codice di commercio nel codice civile era nella logica delle cose, indipendentemente dalle ragioni che spingevano verso l'unificazione del diritto delle obbligazioni, in relazione al fenomeno della produzione di massa e della standardizzazione degli scambi; cfr. su questi rilievi A. ASQUINI, *op. ult. cit.*, 63.

<sup>101</sup> Il progetto del libro "Dell'impresa e del lavoro" fu pubblicato nel 1942 in MINISTERO DI GRAZIA E GIUSTIZIA, *Lavori preparatori del codice civile (anni 1939-1941). Progetti preliminari del libro delle obbligazioni, del codice di commercio e del libro del lavoro. Volume V. Progetto preliminare del libro dell'impresa e del lavoro*, Roma, 1942.

<sup>102</sup> Cfr. G. PANDOLFELLI - G. SCARPELLO - M. STELLA RICHTER - G. DALLARI, *Codice civile. Libro del lavoro, illustrato con i lavori preparatori e disposizioni di attuazione e transitorie*, Milano, 1942, I e ss.



ordinamento le azioni a voto plurimo<sup>103</sup>, escludendone, a differenza del progetto Asquini del 1940, anche l'emissione da parte di società di interesse nazionale. Venivano mantenute, al contempo, le azioni a voto limitato, privilegiate nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società, le quali non potevano, però, eccedere la metà del capitale sociale. Si riconosceva, in tal modo, la possibilità di derogare al principio di perfetta corrispondenza fra partecipazione sociale (e quindi rischio economico) e potere deliberativo<sup>104</sup>, nell'univoca direzione rappresentata da:

$$P \leq R$$

P = Potere deliberativo

R = Rischio economico

#### 6. La riforma del 2003 e un'occasione (quasi) mancata

La riforma del 2003, innovando profondamente il quadro delineato dal legislatore del 1942, sembra chiarire definitivamente che la società per azioni, in

---

<sup>103</sup> Veniva prevista, tuttavia, nell'art. 212 disp. att. c.c., una disciplina transitoria che faceva salve, per tutta la durata della società, prevista dall'atto costitutivo o dalle modificazioni di questo deliberate prima del 27 febbraio 1942, le azioni a voto plurimo esistenti a tale data, nonché quelle emesse in occasione di aumenti di capitale deliberati prima dell'entrata in vigore del codice civile e dirette a mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni. Si è ritenuto che siffatto divieto non operasse in caso di aumento di capitale per imputazione di riserve o per rivalutazione monetaria, cfr. in giurisprudenza App. Torino, 6 giugno 1949, in *Foro it.*, 1950, 340; Trib. Torino, 16 maggio 1949, in *Riv. dir. comm.*, 1950, II, 196, con nota di R. FRANCESCHELLI, *Passaggio a capitale di saldi attivi di rivalutazione monetaria, azioni a voto plurimo e compiti dell'Autorità Giudiziaria*; in dottrina cfr. P. GRECO, *Azioni gratuite a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 1947, I, 68; in senso contrario N. GASPERONI, *Aumento di capitale mediante rivalutazione monetaria ed emissione di azioni gratuite a voto plurimo*, in *Banca borsa*, 1949, II, 325; C. GRASSETTI, *Azioni a voto plurimo e aumento di capitale per conguaglio monetario*, in *Riv. dir. comm.*, 1949, I, 81. Si è esclusa invece la possibilità di un aumento di capitale nel quale, tramite un'operazione di raggruppamento e frazionamento, le azioni risultanti fossero a voto plurimo, cfr. Trib. Milano, 20 luglio 1959, in *Banca borsa*, 1960, II, 608, con nota di M. PORZIO, *Sulla invalidità delle deliberazioni di emissione di azioni a voto plurimo*.

<sup>104</sup> Il rapporto tra potere e rischio può definirsi come la relazione tra la capacità di influenzare l'azione sociale attraverso le prerogative accordate all'azionista e l'esposizione alle perdite e/o al mancato guadagno derivanti dall'andamento negativo dell'impresa societaria. Cfr. G. ROSSI, *Persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa*, Milano, 1967, 97 e ss.

particolare quella chiusa, non è più un modello preconstituito per l'esercizio dell'attività d'impresa medio-grande, ma può essere un veicolo per la realizzazione di interessi economici variegati<sup>105</sup>.

In tale contesto non si può fare a meno di constatare come la perfetta correlazione fra rischio e potere, che già aveva trovato alcune deroghe prima della riforma, risulta ampiamente mutata, trovandosi ad essere una situazione meramente eventuale<sup>106</sup>.

---

<sup>105</sup> Già nella relazione illustrativa allo schema di disegno di legge delega per la riforma del diritto societario presentato dalla Commissione Mirone, istituita con decreto del Ministro della Giustizia il 24 luglio 1998, in data 15 febbraio 2000 (cfr. COMMISSIONE DI STUDIO PRESIDUTA DA ANTONINO MIRONE, *Relazione allo schema di disegno di legge delega per la riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2000, 25 e ss.) si sottolineava l'esigenza di adeguare e ammodernare la legislazione alle esigenze del tessuto produttivo nazionale, caratterizzato prevalentemente da imprese di piccole e medie dimensioni, anche in considerazione dei processi di riforma, che si sono posti l'obiettivo di semplificazione e aumento dell'autonomia statutaria, già realizzati o avviati in Paesi dell'Unione Europea. Cfr. anche F. VELLA, *Diritto societario e modelli di sviluppo delle piccole e medie imprese italiane: quale rapporto?*, in ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, 15; dopo la riforma G. C. M. RIVOLTA, *La società per azioni e l'esercizio di piccole e medie imprese*, in *Riv. soc.*, 2009, 629; ID., *Autonomia privata e strumenti per l'esercizio delle imprese minori*, in *Riv. soc.*, 2010, 1274. In generale, sulla funzione della società per azioni quale veicolo di iniziative speculative eterogenee già prima della riforma cfr. T. ASCARELLI, *Tipologia della società per azioni e disciplina giuridica*, in *Riv. soc.*, 1959, 995; P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni*, Milano, 1975, 45; G. COTTINO – G. MINERVINI, *La società per azioni a cento anni dal codice di commercio*, in AA. VV., *1882-1982. Cento anni dal codice di commercio. Atti del convegno internazionale (Taormina, 4-6 novembre 1982)*, Milano, 1984, 109; dopo la riforma M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, Torino, 2004, 1\*, 87 e ss.; D. CORAPI, *La riforma italiana delle società di capitali: modelli continentali, modelli di common law, modello comunitario*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. CIAN, Padova, 2004, 75; G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadesse – G. B. Portale, Torino, 2006, 1, 87 e ss.; da ultimo C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. Cicu – F. Messineo – L. Mengoni, continuato da P. Schlesinger, Milano, 2012, 4 e ss.

<sup>106</sup> Nel dibattito sorto durante la prima metà del secolo scorso, la correlazione rischio-potere serviva, essenzialmente, a giustificare la diversità di disciplina fra società di persone e di capitali e, segnatamente, fra responsabilità illimitata e limitata. Si sosteneva che, laddove il socio dispone di un significativo potere di direzione sull'impresa (*Herrschaft*) egli non può non assumersene la conseguente responsabilità (*Haftung*); laddove, invece, ha il beneficio della responsabilità limitata non gli è accordato alcun potere. Da qui il noto principio *keine Herrschaft ohne Haftung*, cfr. R. MÜLLER-ERZBACH, *Die Haftung und die Vermögensbeteiligung des Kommanditisten und des stillen Gesellschafters, besonders im Falle ihrer Anteilnahme an der Unternehmensverwaltung*, in *Beiträge zum Wirtschaftsrecht, Festgabe für Ernst Heymann*, Marburg, 1931, II, 737 e ss.; ID., *Herrschaft und Haftung. Zugleich einer Richtigstellung*, in *Leip. Zeit.*, 1933, 145 e ss.; H. GROSSMANN-DOERTH, *Zur Reform der Kommanditgesellschaft*, in *Arch. Civ. Pr.*, 1941, 1; E.

La conferma di ciò è facilmente riscontrabile negli istituti dell'assegnazione non

---

BOESEBECK, *Die Kapitalistische Kommanditgesellschaft*, Frankfurt, 1938, 66; H. PAULICK, *Die eingetragene Genossenschaft*, Tübingen, 1954, 39.

Ben presto, tuttavia, la solidità del principio *keine Herrschaft ohne Haftung* cominciò a vacillare. Si notava, in particolare, che la responsabilità limitata nelle società per azioni non trova la sua contropartita nello scarso potere del socio, perché allora sarebbe ridotta all'ipotesi marginale di una società nella quale non sussista un precostituito gruppo di controllo, ma nel sistema della pubblicità e della responsabilità degli amministratori e nelle norme che disciplinano l'amministrazione ed escludono la validità di deliberazioni contrastanti con alcuni principi posti a tutela di terzi. Così T. ASCARELLI, *Ancora sul socio sovrano e sulla partecipazione di una società di capitali a una società di persone*, in *Problemi giuridici*, Milano, 1959, II, 472; sulla stessa linea ID., *Ancora in tema di imprenditore occulto*, in *Riv. soc.*, 1958, 1153; ID., *Principi e problemi delle società anonime*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, 46. Si rilevava, inoltre, che la posizione di chi possiede una posizione maggioritaria in una società di capitali e domina l'assemblea, trovando un limite solo nel controllo, notoriamente difficile e inefficace, dei soci di minoranza, è più forte di quella di un socio di società di persone che si trova di fronte un altro socio dotato, quand'egli non sia anche amministratore, di poteri di informazione e di controllo certo più penetranti di quelli che spettano ai soci di società di capitali. Cfr. F. DENOZZA, *Responsabilità dei soci e rischio d'impresa nelle società personali*, Milano, 1973, 240; F. GALGANO, *Le società di persone*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu - F. Messineo, 1972, 76. Se, dunque, per un verso, si escludeva la persistente validità del principio *keine Herrschaft ohne Haftung*, si continuava, per l'altro, ad affermare la fondamentale correlazione fra potere di influenzare la gestione sociale e coinvolgimento in termini di rischio, che si estrinsecava in rischio di perdere il patrimonio personale, nelle società di persone, e rischio di perdere la partecipazione sociale, nelle società di capitali. I poteri sociali, in questo contesto, risultano proporzionati alla partecipazione al capitale della società; ai soci che rappresentano la maggioranza del capitale sociale spetta in definitiva la decisione sull'amministrazione della società e il divieto di emissione di azioni a voto plurimo, così come la soppressione del sistema del voto scalare, nel codice del '42, rendono ancora più rigido questo proporzionamento, cfr. G. FERRI, *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 37, il quale sottolineava, però, che, da un parte, ci sono nuove tendenze che mirano a modificare sostanzialmente tali prerogative (quali la dispersione dell'azionariato nelle grandi società, che porta, nella pratica, all'esercizio dei poteri di gestione da parte di una minoranza, anche esigua, del capitale e la partecipazione dei lavoratori, a prescindere da una loro partecipazione capitalistica, all'amministrazione) e, dall'altra, vi sono timidi accenni di tali tendenze nel codice (il voto limitato di cui all'art. 2351 c.c.); in senso analogo T. ASCARELLI, *Sui poteri della maggioranza e su alcuni loro limiti*, in *Riv. dir. comm.*, 1950, 169.

Già prima della riforma, tuttavia, sulla scorta delle deroghe previste dall'art. 2351 c.c. e soprattutto dopo l'introduzione delle azioni di risparmio nelle società quotate, autorevole dottrina affermava che un principio di corrispondenza tra potere e responsabilità o tra potere e rischio e così pure un principio di corrispondenza tra potere e apporto non sembrano trovare applicazione coerente nel nostro diritto positivo, essendo poteri e oneri variamente graduati in ragione dello scopo dell'attività e di aspetti più specifici dell'organizzazione, cfr. G. OPPO, *Sui principi generali del diritto privato*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, 475 e ss.; i sintomi di cedimento della regola della rigida commisurazione del potere deliberativo al capitale sottoscritto si rintracciavano, inoltre, nella possibilità, secondo parte della dottrina, di adottare la tecnica del voto scalare, già prevista nell'art. 157 cod. comm. Cfr. già A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate cit.*, 933, secondo cui il principio del voto proporzionale ha carattere solo dispositivo e non esclude, quindi, che statutariamente possa essere previsto, anche dopo l'entrata in vigore del nuovo codice, il voto scalare; M. CASELLA, *Legittimità del voto scalare*, in *Riv. soc.*, 1973, 433; R. SACCHI, *L'intervento e il voto nell'assemblea delle S.p.A. Profili procedurali*, in *Trattato delle società per azioni*,

proporzionale ai conferimenti, di cui all'art. 2364, comma 4, c.c.<sup>107</sup>; nell'annullamento non proporzionale delle azioni in caso di rettifica della stima, ai sensi dell'art. 2343,

---

diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, 3\*, 1994, 309, nt. 24; L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, Milano, 1999, 165. *Contra* B. VISENTINI, *Azioni cit.*, 984; C. ANGELICI, *Le azioni*, ne *Il codice civile commentato*, diretto da P. Schlesinger, Milano, 1992, 148.

Dopo la riforma, la necessaria correlazione tra rischio e potere ha perso definitivamente il suo carattere di imperatività, degradando a mera regola dispositiva. Cfr. *ex multis* M. MAROCCHI, *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Contr. impr.*, 2014, 221; E. BARCELLONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato fra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.*, Torino, 2012, 15; A. POMELLI, *Rischio d'impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 510; G. D'ATTORRE, *Il principio di uguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, 2007, 7.

<sup>107</sup> A riguardo, si è sostenuta l'ammissibilità dell'ipotesi in cui il beneficiario non apporti alla società alcunché (neanche, quindi conferimenti atipici non imputabili a capitale); le due principali obiezioni, ossia la violazione del patto leonino, di cui all'art. 2265 c.c., e della definizione stessa del contratto di società, ex art. 2247 c.c., sarebbero superate alla luce delle seguenti considerazioni: *a) in primis*, come è stato sottolineato, l'art. 2349, comma 1, c.c. prevederebbe una situazione sostanzialmente analoga; *b) la società* riceverebbe, comunque, un conferimento e il suo capitale sarebbe interamente sottoscritto e poi versato nei modi di legge, seppure da altri soci; *c) il patto leonino* non sarebbe violato poiché, una volta precisato che la sua operatività attiene al contenuto della partecipazione e non alla fattispecie acquisitiva, il socio beneficiario risentirebbe delle perdite e godrebbe dei guadagni in misura proporzionale all'entità della partecipazione al capitale assegnatagli; *d) la posizione del socio* non conferente non sarebbe distinguibile da quella del donatario della partecipazione interamente liberata; *e) quanto al limite* di cui all'art. 2247 c.c., in nessuna nuova norma in tema di società per azioni viene sancito esplicitamente che ogni socio deve effettuare un conferimento: l'art. 2328 c.c. si limita a richiedere che nell'atto costitutivo vi sia indicazione dei soci, dell'ammontare del capitale e del numero di azioni a ciascuno assegnate. Cfr. G. A. RESCIO, *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. BENAZZO – S. PATRIARCA – G. PRESTI, Milano, 2003, 107, le cui approfondite osservazioni si riferiscono ancora alla bozza provvisoria dello schema governativo del decreto legislativo, di lì a poco approvato nella riunione del Consiglio dei Ministri del 30 settembre 2002; in senso analogo F. MAGLIULO, *L'assegnazione di partecipazioni sociali in misura non proporzionale al conferimento*, in *Notariato*, 2003, 641; M. S. SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2003, 205; M. NOTARI, *Art. 2346, commi 1-5, in Azioni*, a cura di M. NOTARI, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2008, 45; J. SODI, *L'assegnazione delle partecipazioni non proporzionale ai conferimenti nelle società di capitali. Studio n. 148-2008/I*, in *Studi e materiali*, 2009, 584. *Contra* P. SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla "nuova" società a responsabilità limitata)*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, 489; R. WEIGMANN, *Luci e ombre del nuovo diritto societario*, in *Società*, 2003, 276; G. B. PORTALE, *La riforma societaria: aspetti sostanziali. Profili dei conferimenti in natura nel nuovo diritto italiano delle società di capitali*, in *Corr. giur.*, 2003, 1664, nt. 10. La tesi minoritaria, per cui sarebbe in ogni caso necessario un conferimento "tipico" da parte di tutti i soci è sostenuta da A. STAGNO D'ALCONTRES, *Art. 2346, in Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, 2004, I, 260.

È stata affermata la validità anche dell'ipotesi inversa, ossia del conferente che non diviene socio perché tutte le azioni corrispondenti al conferimento vengono assegnate ad altri, argomentando che il non ricevere nulla nel proprio patrimonio a fronte del conferimento effettuato non contrasta con alcun principio di diritto societario, bensì comporta soltanto la necessità di rinvenire ed esprimere una

comma 4, c.c.<sup>108</sup>; nella possibilità di creare categorie azionarie fornite di diritti patrimoniali<sup>109</sup> e amministrativi diversi, ex artt. 2348, comma 2, e 2351, comma 2, c.c., tra cui anche azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative, entro i limiti del 50% del capitale sociale<sup>110</sup>; nella facoltà di limitare, in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto, nelle società che

---

giusta causa dell'attribuzione compiuta dal conferente, che potrebbe anche consistere nell'intento di compiere una liberalità; in questo senso G. A. RESCIO, *op. cit.*, 111; F. MAGLIULO, *op. cit.*, 641; C. FORMICA, *Artt. 2346-2354. Sez. I. Le novità della disciplina azionaria*, in *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 aggiornato al D. lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, Padova, 2005, I, 168; al riguardo, tuttavia, bisogna chiarire che il soggetto che effettui "conferimenti" senza ricevere alcuna azione non potrà mai qualificarsi come socio, non assumendo alcuna partecipazione nella società, e pertanto il suo intervento nella fattispecie negoziale avverrebbe ad altro titolo, come, a titolo esemplificativo, quello dell'adempimento del terzo o della delegazione o, ancora, potrebbe trattarsi di una liberalità indiretta, cfr. M. NOTARI, *op. cit.*, 47.

<sup>108</sup> Tale disposizione è simmetrica alla sopra accennata derogabilità del principio di proporzionalità fra entità dei conferimenti e numero di azioni assegnate, di cui all'art. 2346, comma 4, c.c. e consente ai soci di regolare statutariamente l'incidenza delle diverse partecipazioni anche nel caso in cui l'accertamento del minor valore del conferimento in natura rischi di alterare gli equilibri prestabiliti. Cfr. G. A. RESCIO, *op. cit.*, 108; M. EREDE, *Artt. 2342-2343*, in *Costituzione – Conferimenti*, a cura di M. NOTARI, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, 2008, 422.

<sup>109</sup> È stato ritenuto che la partecipazione al rischio d'impresa dopo la riforma abbia perso la sua valenza tipologica quale elemento di distinzione fra la fattispecie azionaria e obbligazionaria, arrivandosi a considerare ammissibili, nel contesto della più ampia autonomia concessa alle parti, anche le azioni con rendimento minimo garantito; cfr. M. NOTARI, *Partecipazione al rischio d'impresa, strumenti finanziari e categorie giuridiche*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti. Liber discipulorum*, Milano, 2011, 497; ID., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa*, 2003, 542; ID., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società*, a cura del CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Milano, 2003, 46; tale impostazione, a cui si ritiene di dover aderire, si colloca nel più ampio contesto della dissociazione fra rischio e potere già richiamata e di cui, come si vedrà in seguito, le azioni a voto plurimo costituiscono una manifestazione. In senso contrario cfr. P. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, 81 e ss., il quale, sottolinea che la garanzia del rendimento non può ritenersi legittima sia se configurata quale diritto accessorio all'azione sia se nella forma di diritto incorporato nell'azione, in quanto in entrambi i casi il concetto di partecipazione sociale verrebbe snaturato e il socio trasformato in creditore; l'autore, tuttavia, fa salva l'ipotesi che il rendimento sia garantito nella forma di un diritto di credito abbinato all'azione e a carico di un soggetto terzo rispetto alla società emittente; in senso analogo R. SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni "redimibili"*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, 537 e ss.; C. F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004, 148.

<sup>110</sup> La disciplina riformata ha consentito così di introdurre limitazioni al diritto di voto con riferimento ad azioni non dotate di alcun privilegio patrimoniale e anche su materie assegnate alla competenza dell'assemblea straordinaria.

non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, il diritto di voto ad una misura massima o disporre scaglionamenti<sup>111</sup>; nell'implementazione di sistemi di nomina degli amministratori diversi da quello maggioritario<sup>112</sup>; nell'emissione di strumenti finanziari partecipativi con diritti patrimoniali partecipativi e/o con diritti amministrativi, tra cui, ad esempio, il diritto di nomina di un amministratore<sup>113</sup>.

---

<sup>111</sup> Come già accennato in precedenza, il sistema del voto scalare era già stato ritenuto ammissibile da parte di alcuni autori prima della riforma.

<sup>112</sup> La regola di *default*, di cui all'art. 2368 comma 1, c.c. prevede che chi abbia la maggioranza assoluta dei voti in assemblea ordinaria possa designare tutti i membri del consiglio di amministrazione. Il principio maggioritario può, tuttavia, subire alcune deroghe, potendo lo statuto (anche prima della riforma del 2003) stabilire norme particolari.

Innanzitutto possono essere introdotte nello statuto clausole che consentono ai soci di minoranza di eleggere un numero di amministratori proporzionale ai voti rispettivamente espressi dalla maggioranza e dalle minoranze, come, ad esempio, il voto di lista (anche col sistema delle liste bloccate) imposto per le società privatizzate dall'art. 4, l. 30 luglio 1994, n. 474 e, più recentemente, dalla l. 28 dicembre 2005, n. 262 per l'elezione dei membri dell'organo gestorio nelle società per azioni quotate, che implica la presentazione di più liste e prevede che ogni lista elegga un numero di amministratori proporzionale ai voti ottenuti, salvo uno sbarramento inferiore, che precluda la nomina di amministratori di una lista che non abbia ricevuto una certa percentuale dei voti totali espressi. Cfr. per un'esemplificazione di tali clausole F. BONELLI – M. DE ANDRÈ, *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, Milano, 1990, 795; sul voto di lista in generale cfr. C. CONFORTI, *Nomina e revoca degli amministratori di società*, Milano, 2007, 216 e ss.; G. LEMME, *Il voto di lista*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, 357; in giurisprudenza Trib. Milano, 3 settembre 2003, in *Giur. it.*, 2003, 2325, secondo cui la previsione statutaria del voto di lista nella nomina degli amministratori è operativa nel solo caso in cui si debba procedere all'elezione dell'intero consiglio; Trib. Roma, ord., 12 marzo 2001, in *Società*, 2001, 1093, con nota di S. RIZZINI BISINELLI, *Sull'efficacia delle clausole statutarie relative ai meccanismi di nomina degli organi sociali*; Trib. Milano, ord., 19 gennaio 2001 e Trib. Milano, ord., 23 novembre 2000, *ivi*, 2001, 443, con nota di A. COLAVOLPE, *Voto di lista nelle s.p.a. per la nomina di un solo consigliere di amministrazione*; sulla liceità del sistema a liste bloccate, con riferimento alla nomina dei sindaci, cfr. Trib. Trieste, 8 aprile 1999, *ivi*, 1999, 981, con nota di S. RIZZINI BISINELLI, *Una prima applicazione del voto di lista per il collegio sindacale*.

Vi possono essere, poi, clausole che consentono di eleggere un numero di amministratori non proporzionale rispetto al peso azionario: a) prevedendo, ad esempio, un premio di minoranza o di maggioranza, cfr. F. BONELLI, *Il codice delle privatizzazioni nazionali e locali*, Milano, 2001, 45 e ss., 101 e ss.; b) applicando diversi quozienti ai voti di liste presentate da azionisti appartenenti a categorie differenti (cfr. Trib. Roma, ord., 12 marzo 2001, *cit.*, 1093, in cui i voti dati alla lista delle azioni di categoria A venivano divisi per 1, 2, 3, etc., mentre i voti dati alla lista delle azioni di categoria B venivano divisi per 5, 10, 15, etc., in modo che il 25% del capitale riuscisse ad eleggere la maggioranza degli amministratori; su tale questione v. anche *infra* paragrafo successivo); c) riservando a diverse categorie di azioni un certo numero di amministratori, indipendentemente dalla percentuale di capitale sociale rappresentato.

<sup>113</sup> Per un'ampia disamina dei diritti patrimoniali e amministrativi attribuibili agli strumenti finanziari partecipativi cfr. A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2012, 241 e ss.; sull'argomento cfr. anche M. NOTARI – A. GIANNELLI, *Art. 2346, comma 6*, in *Azioni*, a cura di M. NOTARI, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2008, 80 e ss.; A. VALZER, *Gli strumenti finanziari*

Se si ripercorre il dibattito che ha portato alla nuova formulazione dell'art. 2351 c.c., si nota, innanzitutto, che l'art. 4, comma 5, lett. a) della legge delega 3 ottobre 2001, n. 366 pareva ammettere un'ampia autonomia nella regolamentazione dei diritti relativi alla partecipazione sociale, consentendo di superare, *prima facie*, il *taboo* del divieto di emissione di azioni a voto plurimo<sup>114</sup>, che, per circa 60 anni, era stato eretto a caposaldo del buon funzionamento del diritto societario<sup>115</sup>. La vivace discussione

---

*partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, 2014, passim; M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e diritti di voice*, Milano, 2006, passim; M. SAGLIOCCA, *Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo delle società per azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 326; B. LIBONATI, I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi, in *Riv. dir. comm.*, 2007, 1; U. TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2436, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, 143.

<sup>114</sup> Si prevedeva qui, infatti, che "la riforma è diretta a: a) [...] consentire ai soci di regolare l'incidenza delle rispettive partecipazioni sociali sulla base di scelte contrattuali". Cfr. F. D'ALESSANDRO, *Società per azioni: le linee generali della riforma*, in AA. VV., *La riforma del diritto societario. Atti del convegno di studio svoltosi a Courmayeur, 27-28 settembre 2002*, Milano, 2003, 32; N. ABRIANI, *Art. 2351, 1°-4° comma, ne Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da G. Cottino – G. Bonfante – O. Cagnasso – P. Montalenti, Bologna, 2004, I, 323; ID., *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, 146.

<sup>115</sup> La funzione del divieto di emissione delle azioni a voto plurimo veniva giustificata, a breve distanza dalla sua abrogazione e anche a seguito delle importanti novità introdotte dalla riforma del 2003, nell'intento di evitare la concentrazione del potere in un'aliquota del capitale sociale ritenuta eccessivamente modesta e tale da oltrepassare quei limiti entro i quali può ancora parlarsi di correlazione tra potere e rischio; cfr. M. BIONE, *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 663, in cui, tuttavia, l'Autore ammetteva che i pericoli che il voto plurimo potrebbe creare nelle società quotate non sussistono per le società chiuse, sicché la generalizzazione del divieto non sembra, almeno per questo aspetto, opzione condivisibile; ma da ultimo si ravvisava l'utilità del divieto nell'evitare difficoltà di ordine pratico, quali il conteggio dei *quorum* o il rallentamento dei lavori assembleari, dovuto alla necessaria approvazione da parte dell'assemblea speciale delle delibere dell'assemblea generale che rechino pregiudizio alla categoria interessata. Tale argomentazione, non condivisibile, si applicherebbe del resto a tutti i casi in cui vi siano categorie speciali di azioni, come riportato anche dallo stesso autore; G. P. LA SALA, *op. cit.*, 122, secondo cui il voto sovraproporzionale genererebbe un distacco tra la forza di voto e la partecipazione al capitale superiore, in termini quantitativi, a quello derivante dai sistemi sottoproporzionali; aggiungendo che l'incremento indiretto del potere deliberativo dei soci con voto pieno sarebbe precario, poiché si fonderebbe sulla riduzione dei voti altrui, suscettibile di venir meno in ogni momento allorquando muti la situazione di fatto da cui essa deriva. Tale argomento non appare convincente, nella misura in cui la limitazione del voto e la concessione del voto plurimo derivano entrambi da una delibera assembleare e parimenti possono essere revocati allo stesso modo, senza potersi scorgere nella prima un carattere di aleatorietà maggiore e indipendente dalla volontà dei soci. Si è sostenuto, infine, che il ricorso al voto plurimo, con particolare riferimento alle società quotate, potrebbe ridurre la contendibilità del controllo societario, pregiudicando al tempo stesso la stessa confrontabilità dei titoli offerti sul mercato azionario, cfr. N. ABRIANI, *Art. 2351 cit.*, 323; ebbene, per quanto riguarda la prima considerazione, si può facilmente obiettare che nella prassi sono diffusi meccanismi che pervengono allo stesso risultato in maniera meno efficiente, quali contratti

sull'opportunità o meno della reintroduzione di tale istituto, costituitasi in seno alla Commissione Vietti, nominata in data 10 ottobre 2001, per l'attuazione della delega in materia di riforma organica del diritto societario, è documentata dalle diverse bozze di articolato sulla disciplina delle azioni che si sono susseguite durante i lavori assembleari. Una prima bozza, del 23 aprile 2002, prevedeva la possibilità che potessero emettersi azioni a voto plurimo con riferimento alle sole società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio<sup>116</sup>. Qualche mese dopo, con il documento coordinato del 30 luglio 2002, sembrava che si fosse, definitivamente, optato per l'ammissibilità del voto potenziato, senza limitarne l'utilizzo alle sole società chiuse<sup>117</sup> ma prevedendo, invece, che il valore delle azioni con diritti di voto diversi (da uno) non potesse complessivamente superare la metà del capitale sociale<sup>118</sup>.

Durante la discussione del progetto, tuttavia, vi fu chi espresse preoccupazioni riguardo alla potenzialità di tale istituto a scardinare il rapporto rischio-potere,

---

parasociali, gruppi piramidali o altri *control enhancing mechanisms*; in tema di gruppi piramidali si veda, ad esempio, la posizione critica di G. ROSSI, *Il fenomeno dei gruppi e il diritto societario: un nodo da risolvere*, in *Riv. soc.*, 1995, 1311; per l'approfondimento di questi rilievi cfr. ampiamente *infra* al cap. IV; quanto alla seconda, si può rilevare che sono già presenti sul mercato titoli con diritti di voto diversi, senza che ciò influisca sulla corretta formazione del prezzo degli stessi, non potendosi condividere la considerazione che il mercato non sia abbastanza sofisticato per determinarne il giusto valore.

<sup>116</sup> Il quarto comma della bozza dell'art. 2351 c.c. prevedeva infatti che: "Non possono emettersi azioni a voto plurimo (oppure: nelle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio possono emettersi azioni a voto plurimo)". Cfr. COMMISSIONE PER L'ATTUAZIONE DELLA DELEGA IN MATERIA DI RIFORMA ORGANICA DEL DIRITTO SOCIETARIO, *Riunione plenaria del 23 aprile 2002. Bozza di articolato sulla disciplina delle "azioni e delle obbligazioni"*, ne *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, a cura di M. VIETTI – F. AULETTA – G. LO CASCIO – U. TOMBARI – A. ZOPPINI, Milano, 2006, 848.

<sup>117</sup> Non si limitava, qui, la possibilità di emissione delle azioni a voto plurimo solo alle società che non facessero ricorso al mercato del capitale di rischio, ma si riservava al legislatore speciale la facoltà di provvedere al riguardo.

<sup>118</sup> Il comma 2 dell'art. 2351 c.c., nel testo del 30 luglio 2002 recitava infatti: "Salvo quanto previsto dalle leggi speciali per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, lo statuto può prevedere la creazione di azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative o con diritto di voto plurimo. Il valore di tali azioni non può complessivamente superare la metà del capitale sociale."; cfr. COMMISSIONE PER L'ATTUAZIONE DELLA DELEGA IN MATERIA DI RIFORMA ORGANICA DEL DIRITTO SOCIETARIO, *Riunione plenaria del 30 luglio 2002. Bozza di testo coordinato*, ne *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, a cura di M. VIETTI – F. AULETTA – G. LO CASCIO – U. TOMBARI – A. ZOPPINI, Milano, 2006, 1555.



rapporto che, anche nella società per azioni chiusa, riguarderebbe i terzi<sup>119</sup>. A tale obiezione si rispose, in maniera condivisibile, che in un sistema che ammette le azioni senza diritto di voto sarebbe soltanto una ipocrisia, che in sede di riforma sarebbe da non perseguire, escludere le azioni a voto plurimo, perché il risultato ottenuto sarebbe assolutamente identico: emettere il 50% delle azioni senza diritto di voto, infatti, sarebbe equiparabile ad attribuire alle altre il doppio del voto. Il divieto di azioni a voto plurimo – si sottolineò – si inseriva in un sistema in cui il diritto di voto era assolutamente essenziale, in cui persino le azioni a voto limitato dovevano risultare almeno in sede di assemblea straordinaria<sup>120</sup>. Un orientamento intermedio<sup>121</sup> suggerì di fissare un limite al numero dei voti attribuibili ad ogni azione, opinione che fu condivisa anche da altri membri della Commissione<sup>122</sup>. Infine, si giunse a confermare il divieto previsto dal codice del '42 sulla base della duplice considerazione per cui le azioni a voto plurimo, da un lato, non sarebbero bilanciate da un privilegio patrimoniale, come invece, avviene per le azioni di risparmio nelle società quotate e, dall'altro, si presterebbero a facili abusi se cumulate con le azioni senza voto<sup>123</sup>.

---

<sup>119</sup> Cfr. A. GAMBINO, *Intervento*, in *Riunione plenaria del 30 luglio 2002. Verbale della riunione del 30 luglio 2002*, ne *La riforma cit.*, 1684.

<sup>120</sup> Cfr. C. ANGELICI, *Intervento*, in *Riunione plenaria del 30 luglio 2002. Verbale della riunione del 30 luglio 2002*, ne *La riforma cit.*, 1684.

<sup>121</sup> Cfr. P. TRIMARCHI, *Intervento*, in *Riunione plenaria del 30 luglio 2002. Verbale della riunione del 30 luglio 2002*, ne *La riforma cit.*, 1685.

<sup>122</sup> Cfr. A. ZOPPINI, *Intervento*, in *Riunione plenaria del 30 luglio 2002. Verbale della riunione del 30 luglio 2002*, ne *La riforma cit.*, 1685; P. FERRO-LUZZI, *Intervento*, in *Riunione plenaria del 30 luglio 2002. Verbale della riunione del 30 luglio 2002*, ne *La riforma cit.*, 1686.

<sup>123</sup> Cfr. S. PROVVIDENTI, *Intervento*, in *Riunione plenaria del 30 luglio 2002. Verbale della riunione del 30 luglio 2002*, ne *La riforma cit.*, 1686; U. TOMBARI, *Intervento*, in *Riunione plenaria del 30 luglio 2002. Verbale della riunione del 30 luglio 2002*, ne *La riforma cit.*, 1686, il quale ricordava come nel 1998 furono eliminate dall'ordinamento tedesco le azioni a voto plurimo, proprio perché mal si conciliavano con le azioni senza voto. La scelta della riforma del 27 aprile 1998, *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG)*, di prevedere al comma 2 della sezione §12 il divieto delle azioni a voto plurimo fu, tuttavia, da taluni autori criticata. Cfr. in generale sull'argomento O. C. BRÄNDEL, *Mehrstimmrechtsaktien – ein in Vergessenheit geratenes Instrument der Beherrschung und des Minderheitenschutzes?*, in *Festschrift für Karlheinz Quack zum 65. Geburtstag am 3. Januar 1991*, a cura di H. P. WESTERMANN – W. ROSENER, Berlino, 1991, 175; ID., §14, in *Aktiengesetz. Großkommentar*, a cura di K. J. HOPT – H. WIEDEMANN, Berlino, 1991, 293.

La reazione della dottrina fu subito molto critica, commentandosi che nella prospettiva di una più ampia autonomia e flessibilità statutaria e, quindi, di diversificazione dei diritti di voto, si sarebbe potuto reintrodurre la possibilità di utilizzare le azioni a voto multiplo per le società chiuse, a ristretta compagine azionaria, eventualmente fissando un tetto cumulativo rappresentato da una frazione del capitale sociale e da un massimo di voti spettanti ad ogni azione<sup>124</sup>. Si sottolineò, inoltre, che, a prescindere dai nuovi spazi riconosciuti all'autonomia privata, i meccanismi di dissociazione del rischio dell'impresa dal controllo della stessa, quali i patti parasociali, i gruppi piramidali e gli incroci azionari erano già ampiamente impiegati nella prassi<sup>125</sup> e non sono stati vietati espressamente dal legislatore, ma anzi, entro certi limiti, esplicitamente riconosciuti<sup>126</sup>. Se dunque l'ordinamento garantisce alle parti gli strumenti giuridici funzionali alla predisposizione dell'assetto di poteri ritenuto più confacente alle specifiche esigenze, non precludendo l'utilizzo di strumenti capaci di

---

<sup>124</sup> Cfr. D. U. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei DD. Lgs. 17 gennaio 2003, nn. 5 e 6*, Milano, 83; L. ENRIQUES, *Uno sguardo cinico sulla riforma delle società di capitali: più rendite; meno rigidità?*, in *InDret*, 2004, consultabile sul sito internet [http://www.indret.com/pdf/231\\_es.pdf](http://www.indret.com/pdf/231_es.pdf), in cui si riprendono considerazioni già svolte in ID., *Capitale, azioni e finanziamento della Società europea: quando meno è meglio*, in *Riv. soc.*, 2003, 375; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Art. 2351*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, 2004, I, 302; A. POMELLI, *op. cit.*, 526; A. ANGELILLIS – M. L. VITALI, *Art. 2351*, in *Azioni*, a cura di M. NOTARI, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2008, 472; M. LIBERTINI – A. MIRONI – P. M. SANFILIPPO, *Art. 2351*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, Padova, 2010, II, I, 275; l'esigenza di garantire nelle società chiuse una più ampia autonomia e flessibilità nella configurazione dei diritti di voto ha portato, nell'ordinamento francese, all'introduzione della *société par action simplifiée* con la loi n. 94-1 del 3 gennaio 1994, disciplina poi confluita negli artt. L. 227-1 e ss. *code de commerce*, in cui, a fronte del divieto di fare appello al pubblico risparmio, il legislatore ha riconosciuto una vasta libertà alle parti nella modulazione delle rispettive partecipazioni sociali. Sull'opportunità di accrescere i margini di libertà statutaria, proseguendo nella direzione già avviata con la riforma del diritto societario, ai fini di favorire la quotazione, si era espressa la Consob nel 2006, aprendo anche all'ipotesi dell'introduzione del voto plurimo, cfr. CONSOB, *Relazione per l'anno 2006*, Roma, 31 marzo 2007, 18.

<sup>125</sup> Cfr. A. ANGELILLIS – M. L. VITALI, *Art. 2351 cit.*, 473; sui meccanismi idonei a separare il rischio dal controllo cfr. G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Riv. soc.*, 2000, 737; ID., *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive. Atti del convegno internazionale di studi. Venezia, 10-11 novembre 2006*, a cura di P. BALZARINI – G. CARCANO – M. VENTORUZZO, Milano, 2007, II, 629.

<sup>126</sup> Si pensi ai sindacati azionari di cui all'art. 2341-bis, comma 1, lett. a), c.c.

scindere il rischio dal potere, sembrano perdere fondamento le preoccupazioni che dovrebbero giustificare il divieto di emissione di azioni a voto plurimo.

Accanto a tali rilievi, certamente condivisibili, si deve però riconoscere il merito della riforma del diritto delle società non quotate del 2003 di aver allentato gli stringenti vincoli normativi, che rappresentavano un onere elevato in termini di costi e rigidità, gravanti sulle imprese di piccole-medie dimensioni, su cui il tessuto produttivo italiano è incentrato<sup>127</sup>. Coerentemente con i risultati di un lungo dibattito che ha preso avvio dopo l'approvazione del testo unico della finanza, l'obiettivo, in parte raggiunto, era quello di implementare una disciplina che restringesse l'ambito delle norme impositive e valorizzasse l'ambito dell'autonomia statutaria, favorendo la nascita, la crescita e la competitività delle imprese anche attraverso il loro accesso ai mercati interni e internazionali dei capitali<sup>128</sup>. Ebbene, benché la scelta di politica legislativa non si spinse ad eliminare il divieto del voto potenziato, mossa forse da suggestioni di continuità storica che da motivazioni di carattere applicativo,

---

<sup>127</sup> Si pensi che in Italia, secondo un recente rapporto Istat, le microimprese, quelle cioè con meno di dieci dipendenti e un fatturato annuo (o un totale di bilancio annuo) inferiore a Euro 2.000.000, come definite dalla Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, del 6 maggio 2003, costituiscono il 95,3% delle imprese attive (4.094.444 su 4.297.482) e impiegano il 47,4% degli addetti; il valore aggiunto realizzato da queste imprese è quasi equivalente a quello delle 3.383 imprese con più di 250 addetti e il loro contributo è rispettivamente del 30,6% e del 31% sul totale. Cfr. ISTAT, *Struttura e competitività del sistema delle imprese industriali e dei servizi. Anno 2013*, pubblicato il 9 dicembre 2015. Tali dati non erano dissimili all'indomani della riforma del 2003; le microimprese, con meno di 10 addetti, rappresentavano il 95,2% del totale, in esse si concentrava il 48,3% degli addetti e realizzavano il 34,4% del valore aggiunto. Cfr. ISTAT, *Struttura e competitività del sistema delle imprese industriali e dei servizi. Anno 2002*, pubblicato 16 settembre 2004. Si nota così l'importanza di una regolamentazione volta ad allentare gli stringenti vincoli del sistema precedente, in modo da ridurre i costi normativi a carico delle imprese e favorirne così lo sviluppo. Sul tema cfr. anche F. VELLA, *op. cit.*, 1.

<sup>128</sup> Cfr. l'art. 2 della legge delega 3 ottobre 2001, n. 366, lett. a) e d). Sul dibattito fra autonomia statutaria e norme inderogabili prima della riforma cfr. M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001, 109 e ss.; G. FERRI JR, *Organizzazione societaria e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, 227; ID., *Autonomia statutaria e mercato a confronto*, *ivi*, 1999, 919; S. CAPPIELLO, *Prospettive di riforma del diritto di recesso delle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, 243; P. MARCHETTI, *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2000, 563; V. SALAFIA, *La bozza di legge delega Mirone di riforma del diritto societario e l'autonomia privata*, in *Società*, 2000, 1421; P. MONTALENTI, *La riforma del diritto societario nel progetto della commissione Mirone*, in *Giur. comm.*, 2000, 378; P. SPADA, *Autorità e libertà nel diritto della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1996, 703 e ss.

certamente mise in motto quel processo di sgretolamento del rigido modello organizzativo della società per azioni, delineato dal codice del 1942, a favore di un veicolo societario che possa rispondere alle più eterogenee esigenze del mercato e di cui la successiva introduzione del voto plurimo del 2014 potrebbe rappresentare solamente una tappa.

7. *Le deroghe statutarie al divieto di voto sovrapporzionale e le clausole attributive di "pluspotere" nel sistema anteriore alla riforma del 2014*

Il divieto espresso del voto plurimo, sancito dall'art. 4 dell'art. 2351 c.c., nella versione antecedente la riforma del 2014, sempre meno rappresentativo, come si è avuto modo di sottolineare, di un'esigenza di equilibrio tra chi conferisce i capitali di rischio e chi ha facoltà di indirizzare la gestione della società, trovava temperamento in alcune diffuse disposizioni statutarie che attribuivano un potere *maggiorato* ad una categoria di azioni, rappresentativa di una percentuale inferiore alla metà del capitale sociale, rispetto ad altre categorie di azioni.

La prima fattispecie rilevante è rappresentata dalle azioni dotate del diritto di veto o di diritto di voto c.d. "determinante"<sup>129</sup>. Nello specifico, si tratta di una clausola statutaria che attribuisce a una categoria di azioni il diritto di subordinare al voto favorevole di tutte o parte delle azioni della speciale categoria l'approvazione di una o più deliberazioni assembleari. Una siffatta facoltà concessa alle parti, fatta eccezione per le delibere di approvazione del bilancio e di nomina e revoca delle cariche sociali, di cui all'art. 2369, comma 4, c.c., è stata generalmente ritenuta ammissibile, sulla base

---

<sup>129</sup> Da queste clausole vanno distinte quelle relative al c.d. *casting vote*, con cui si attribuisce la prevalenza del voto di un socio, generalmente di colui che presiede l'assemblea, in caso di parità di voti. A favore dell'ammissibilità di tali disposizioni M. LIBERTINI – A. MIRONE – P. M. SANFILIPPO, *Art. 2351, cit.*, 275; in senso contrario in giurisprudenza cfr. Trib. Napoli. 28 settembre 1988, in *Giur. comm.*, 1991, II, 327; con riferimento all'organo gestorio, in senso favorevole F. BONELLI, *Gli amministratori di S.p.A. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Torino, 2013, 67; in giurisprudenza App. Milano, 2 aprile 1973, in *Riv. not.*, 1973, 963; *contra* G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, 394; Trib. Milano, decr. 18 luglio 1984, in *Giur. comm.*, 1985, II, 653, con nota di V. CALANDRA BONAURA, *Amministrazione bipersonale, metodo collegiale e clausola di prevalenza del voto del presidente*.

dell'assunto che essa si risolverebbe semplicemente in un rafforzamento dei *quorum* assembleari<sup>130</sup>. Tale considerazione, tuttavia, non appare completamente condivisibile.

Lo stesso concetto di *quorum*, nella sua accezione di quoziente o frazione di un totale, presuppone, infatti, la necessaria presenza di un parametro quantitativo a cui rapportarsi; e questo parametro è necessariamente costituito dal capitale sociale. Non pare, pertanto, possibile assimilare, in tutti i casi, il potere di veto attribuito a una determinata categoria azionaria a un *quorum* rafforzato, dal momento che il primo è espressione di un criterio qualitativo e indipendente dal raggiungimento effettivo di una porzione numerica predeterminata del capitale azionario. L'unica condizione a cui il potere di voto determinante di una categoria potrebbe rientrare nella fattispecie di *quorum* legale è che la percentuale di capitale sociale rappresentata dalle altre categorie non sia di per sé sufficiente all'approvazione di una determinata delibera; in tal caso la necessaria partecipazione delle azioni di categoria speciale alla determinazione della volontà sociale potrebbe sicuramente configurarsi nella forma di un *quorum* rafforzato. Ma nel caso opposto, ove la categoria azionaria a cui sia attribuito il potere di voto determinante rappresenti una minima frazione del capitale (ad esempio lo 0,1%) sarà difficile immaginare un *quorum* che non possa essere raggiunto senza il suo consenso, a meno che, ovviamente, non si tratti dell'unanimità<sup>131</sup>.

---

<sup>130</sup> Cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Azioni con diritto di voto "determinante"* (artt. 2348, 2351, c.c. e 2468, comma 3, c.c.). *Massima n. 73 – 22 novembre 2005*, in *Massime notarili in materia societaria*<sup>5</sup>, Milano, 2014, 263; A. ANGELILLIS – M. L. VITALI, *op. cit.*, 434; A. POMELLI, *op. cit.*, 527; U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, 965; *contra* M. LIBERTINI – A. MIRONE – P. M. SANFILIPPO, *Art. 2351, cit.*, 276.

<sup>131</sup> Prima della riforma, benché non mancasse chi riteneva che il *quorum* deliberativo potesse essere elevato fino a richiedere l'unanimità per l'adozione di determinate deliberazioni (G. MARASÀ, *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, Torino, 1993, 6\*, 89; G. TANTINI, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nella società per azioni*, Padova, 1973, 120; A. ASQUINI, *Sulla maggioranza richiesta per le deliberazioni della assemblea ordinaria delle società per azioni in seconda convocazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1965, II, 99; in giurisprudenza App. Napoli, 23 marzo 1978, in *Banca borsa*, 1978, II, 500; Trib. Alba, 17 febbraio 2000, in *Società*, 2000, 591), l'opinione dominante era che la regola della maggioranza fosse un principio inderogabile, cfr. A. MIGNOLI, *Le assemblee cit.*, 192; U. BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Torino, 1985, 17, 68; G. GRIPPO, *L'assemblea nella società per azioni*, *ivi*, 1985, 16, 375; A. SERRA, *L'assemblea: procedimento*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto

Tale disposizione statutaria, ampiamente utilizzata nel mondo degli affari, deve, allora, essere vista per quello che è in realtà, ossia l'attribuzione di un diritto di voto sovrapporzionale a una frazione, anche molto esigua, del capitale, la cui validità, benché in potenziale contrasto con il divieto del voto plurimo<sup>132</sup>, è stata fatta rientrare nel sistema del diritto societario - mascherata da libertà di autonomia privata nella

---

da G. E. Colombo – G. B. Portale, Torino, 1994, 3, 139; P. BENAZZO, *Autonomia statutaria e quozienti assembleari nelle società di capitali*, Padova, 1999, 486; in giurisprudenza Cass., 11 giugno 1948, n. 896, in *Giur. it.*, 1948, I, 1, 361; Cass., 26 ottobre 1964, n. 2669, in *Riv. dir. comm.*, 1965, II, 99; Trib. Napoli, 18 giugno 1975, in *Banca borsa*, 1978, II, 500; Cass., 15 aprile 1980, n. 2450, in *Riv. dir. comm.*, 1980, II, 369; Trib. Torino, 19 maggio 1993, in *Giur. it.*, 1994, I, 2, 452, con nota di R. WEIGMANN; Trib. Bologna, 28 settembre 1995, in *Notariato*, 1996, 359; App. Roma, 27 febbraio 1997, in *Giur. it.*, 1997, I, 2, 568. Il rispetto del principio maggioritario non sembra scalfito dal più netto riconoscimento dell'autonomia statutaria proveniente dalla riforma. Il nuovo quarto comma dell'art. 2369 c.c., infatti, sebbene preveda la possibilità di stabilire maggioranze più elevate anche per le assemblee di seconda convocazione, tranne che per le deliberazioni di approvazione del bilancio e di nomina e revoca delle cariche sociali, parla sempre di "maggioranze" e pertanto, a meno che non si voglia ritenere l'unanimità come una particolare forma di maggioranza (il che sembrerebbe contro il tenore letterale della norma, dal momento che ogni maggioranza, di per sé, implica l'esistenza di una minoranza e di un totale a cui rapportarsi), questa dovrebbe ritenersi esclusa dall'ambito dell'autonomia concessa alle parti. In tal senso N. ABRIANI, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Padova, 2010, IV, 1, 477; F. LAURINI, Artt. 2368-2369, in *Assemblea*, a cura di A. PICCIAU, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2008, 103, in cui si sottolinea anche l'inammissibilità di *quorum* costitutivi pari all'intero capitale sociale; A. SERRA, *Il procedimento assembleare*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006, 2, 62; C. MONTAGNANI, Artt. 2368-2369, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, 2004, I, 488; A. COPPOLA, Art. 2368, in *La riforma delle società*, a cura di M. SANDULLI – V. SANTORO, Torino, 2003, I, 294; F. OLIVIERO, *L'autonomia statutaria nella nuova disciplina dell'assemblea della società per azioni*, in *Riv. not.*, 2003, I, 871; in senso favorevole, invece, G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*<sup>9</sup>, a cura di M. CAMPOBASSO, Torino, 2015, 494; B. PETRAZZINI – M. CALLEGARI – S. A. CERRATO – M. CAVANNA, *Le modificazioni dello statuto nelle s.p.a.*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Torino, 2012, 16\*\*\*\*, 267, quantomeno per le società chiuse e con riferimento a singole e specifiche modifiche statutarie, in analogia con quanto ora possibile, secondo la dottrina maggioritaria, in tema di decisioni dei soci di s.r.l. (per i riferimenti cfr. la nt. 72 degli autori); F. TASSINARI, Artt. 2368, 2369, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, Padova, 2010, 630; ID., *I quorum costitutivi e deliberativi*, in F. MAGLIULO – F. TASSINARI, *Il funzionamento dell'assemblea di s.p.a. nel sistema tradizionale*, Milano, 2008, 218.

<sup>132</sup> Si è sostenuto (cfr. A. ANGELILLIS – M. VITALI, *op. cit.*, 469) che il diritto di veto spettante a una particolare categoria azionaria non urta il (precedente) divieto del voto plurimo, in quanto, nel primo caso, le azioni attribuiscono un voto *qualitativamente* diverso, mentre, nel secondo, si attribuisce a una minoranza il potere positivo di imporre la propria volontà sulla maggioranza; tali rilievi non appaiono completamente fondati, dal momento che, concedendo, il voto determinante a una determinata categoria, rappresentativa di una parte minoritaria del capitale sociale, le si assicura il potere di influenzare le decisioni sociali, in un modo sovrapporzionale, assimilabile al voto plurimo, rispetto alla capacità deliberativa che avrebbe di *default*.

determinazione dei *quorum* - in quanto rispondente ad esigenze cogenti del sistema economico.

La seconda fattispecie concerne le clausole attributive della nomina della maggioranza dei componenti degli organi gestori e di controllo della società a una determinata categoria azionaria, che non rappresenti la maggioranza del capitale sociale. Secondo la dottrina maggioritaria<sup>133</sup>, il perdurante limite quantitativo all'emissione con diritto di voto limitato e il ribadito divieto del voto plurimo, espressione della volontà legislativa di preservare entro certi limiti il rapporto tra proprietà e controllo, imponevano di escludere l'ammissibilità di siffatte previsioni; e ciò indipendentemente dal fatto che tale risultato fosse raggiunto direttamente, attraverso l'attribuzione di un diritto di nomina da esercitarsi con votazioni separate delle singole assemblee speciali o indirettamente, mediante meccanismi elettorali<sup>134</sup>.

Parte della dottrina, tuttavia, riconosceva la legittimità di quelle clausole statutarie che, invece, prevedessero la designazione della maggioranza degli organi sociali effettuata dai soci minoritari se, successivamente, fosse soggetta all'approvazione dell'assemblea secondo il principio di maggioranza; si rilevava, in questa ipotesi, che l'organo assembleare non sarebbe spogliato della propria competenza: sebbene, infatti, le singole preferenze fossero effettuate solo da una parte della compagine sociale, l'approvazione delle stesse e quindi la nomina sarebbe spettata comunque all'assemblea generale, ove nessuno dei soci avrebbe sofferto di limitazioni al diritto di voto<sup>135</sup>.

Anche in questo caso, non si può non notare che l'orientamento sopra menzionato costituiva un tentativo di forzare i limiti imposti dall'art. 2351 c.c. sia nella

---

<sup>133</sup> Cfr. N. ABRIANI, *La società per azioni cit.*, 307 ove ampi riferimenti.

<sup>134</sup> Tuttavia, parte della giurisprudenza aveva riconosciuto la legittimità di clausole statutarie che consentivano ai soci di minoranza, titolari di una speciale categoria di azioni, di nominare la maggioranza del consiglio di amministrazione attraverso un meccanismo di voto di lista, cfr. Trib. Roma, 14 maggio 2003, in *Giur. rom.*, 2003, 385.

<sup>135</sup> Cfr. A. ANGELLIS – M. L. VITALI, *op. cit.*, 468.

misura in cui, di fatto, eludeva il limite quantitativo previsto per l'emissione di azioni a voto limitato, di cui al secondo comma, sia perché, attribuendo a una categoria azionaria (o di azionisti), rappresentativa di una minoranza del capitale sociale, un potere deliberativo sovraproporzionato alle proprie prerogative, aggirava, in definitiva, il divieto di cui al comma 4.

Ponevano, infine, dubbi di compatibilità con il (precedente) testo dell'art. 2351, comma 4, c.c. le previsioni statutarie, relative alle società chiuse, costitutive di categorie azionarie con diritto di voto assoggettato a un tetto o a uno scaglionamento particolarmente basso. Si consideri il seguente esempio: una società con capitale 100 suddiviso in 20 azioni di categoria A, con voto pieno, e 80 azioni di categoria B, per cui è previsto un tetto all'esercizio del voto pari al 5% del capitale sociale; per effetto di tale regolamentazione statutaria i voti delle azioni A saranno sempre 20, indipendentemente dai soggetti che le detengono e dalle percentuali da essi detenute, mentre i voti esprimibili dalle azioni B non saranno determinabili a priori, potendo variare da un minimo di 5, nel caso in cui appartengano tutte a un medesimo soggetto, a un massimo di 80, qualora tutti gli azionisti della categoria B non detengano più di 5 azioni.

Secondo la prevalente dottrina, tali clausole, incorporate all'interno di una categoria azionaria, integrerebbero limitazioni atipiche del diritto di voto, la cui legittimità troverebbe fondamento in una lettura coordinata del secondo comma degli artt. 2348 e 2351 c.c.; ma che rimarrebbero pur sempre soggette, in quanto tali, al limite quantitativo posto da quest'ultima disposizione all'emissione di azioni a voto non pieno. Le azioni di categoria a voto massimo (di cui al precedente esempio) o scalare non potrebbero pertanto eccedere la metà del capitale sociale, unitamente alle altre azioni a voto limitato e a quelle a voto condizionato e senza voto; e ciò indipendentemente dalla circostanza che la limitazione (o lo scaglionamento) abbia ad oggetto tutte le deliberazioni o soltanto alcune di esse.



Non è mancato, peraltro, chi, ha argomentato che l'applicazione in concreto delle limitazioni all'esercizio di voto previste dall'art. 2351, comma 3, c.c. (anche e solo) ad alcune azioni non determini di per sé l'emersione di una categoria diversa<sup>136</sup>, come parimenti non si potrebbe escludere che proprio l'assoggettamento al tetto del diritto di voto, o al voto scalare rappresenti l'unico diritto diverso che caratterizza una categoria speciale di azioni; nel senso che le azioni il cui voto fosse limitato per effetto dell'applicazione di una clausola statutaria in ragione del possesso in capo a un medesimo soggetto sarebbero esattamente identiche alle azioni per le quali tale limitazione non si applicasse in ragione di un diverso possesso azionario.

La conseguenza di una simile interpretazione appare evidente e consiste nella conclusione che la categoria di azioni a voto massimo (e/o a voto scalare) potrà rappresentare più del 50% del capitale sociale, non trattandosi di azioni a voto non pieno. Se si accettassero siffatti rilievi, in un contesto societario caratterizzato da una proprietà concentrata, si finirebbe per incrementare esponenzialmente l'effetto di leva finanziaria delle azioni a voto pieno; riducendo, conseguentemente, la percentuale di capitale necessaria per il controllo della società, e aggirando il sistema delineato dalla riforma del 2003, che, nel fissare il parametro quantitativo massimo delle azioni limitate nei diritti di voto e ribadire il divieto del voto plurimo, aveva inteso contenere la divaricazione tra potere e rischio nella società per azioni.

Da quanto detto finora emerge con chiarezza che, nonostante la riforma del 2003 avesse consentito ai soci di regolare in modo più ampio l'incidenza delle rispettive partecipazioni sociali sulla base di scelte contrattuali, parte della dottrina e la prassi statutaria avevano avvertito l'esigenza di differenziare ancora maggiormente i diritti amministrativi spettanti a diversi gruppi di azionisti, forzando in un certo senso i limiti

---

<sup>136</sup> In questo senso A. STAGNO D'ALCONTRES, *Art. 2351, in Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, 2004, I, 307; A. ANGELILLIS – M. L. VITALI, *Art. 2351, in Azioni*, a cura di M. NOTARI, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2008, 445.

imposti dal legislatore al voto sovrapporzionale, e alludendo a un'apertura verso il voto plurimo.

## CAPITOLO II

## VOTO PLURIMO, MAGGIORATO, DEVIAZIONI DAL PRINCIPIO DI PROPORZIONALITÀ IN DIRITTO COMPARATO E SVILUPPO DEI MERCATI DI CAPITALI

SOMMARIO: 1. Classificazione degli ordinamenti e scopo della ricerca – 2.2. Libertà e autonomia statutaria nella configurazione dei diritti di voto – 2.1. Canada – 2.1.1. (*Segue*): La suddivisione del capitale azionario della società *Bombardier Inc.* – 2.2. Danimarca – 2.2.1. (*Segue*): Le azioni con dieci voti della società *Carlsberg A/S* – 2.3. Finlandia – 2.3.1. (*Segue*): Lo statuto della società *Kesko Oyj* – 2.4. Gran Bretagna – 2.5. Hong Kong – 2.6. Irlanda – 2.6.1. (*Segue*): La struttura azionaria della società *CRH Plc* – 2.7. Nuova Zelanda – 2.7.1. (*Segue*): Lo statuto della società *Millennium & Copthorne Hotels New Zealand Limited* – 2.8. Singapore – 2.8.1. (*Segue*): Le *management shares* della società *Singapore Press Holdings Ltd.* – 2.9. Stati Uniti d’America – 2.9.1. (*Segue*): Il capitale azionario della società *Alphabet Inc.* – 2.10. Sudafrica – 2.10.1. (*Segue*): Le azioni con 200 voti della società *Rex Trueform Clothing Company Ltd* – 3. Deroghe con particolari restrizioni al principio *one share-one vote* – 3.1. Ordinamenti che permettono, a particolari condizioni, l’emissione di azioni con diritti di voto potenziati, limitati e senza diritti di voto. Francia, Paesi Bassi, Polonia, Ungheria – 3.2. Sistemi che ammettono il voto sovrapporzionale ma non contemplano le azioni (interamente) prive del diritto di voto. Argentina, Svezia, Svizzera – 3.2.1. (*Segue*): Le azioni a voto potenziato della società *The Swatch Group SA* – 3.3.  $1 \text{ share} - 0 \leq \text{vote} \leq 1$ . Austria, Belgio, Brasile, Germania, Grecia, Lussemburgo, Portogallo, Slovenia, Spagna – 4. Gli ordinamenti che non ammettono alcuna deviazione dal principio *one share – one vote*. Emirati Arabi Uniti e Qatar – 5. Libertà nella configurazione dei diritti di voto e sviluppo dei mercati azionari. Analisi empirica

### 1. *Classificazione degli ordinamenti e scopo della ricerca*

Prima di procedere all’analisi delle nuove disposizioni sul voto plurimo e maggiorato, introdotte dall’art. 20 del decreto legge 24 giugno 2014, n. 91, poi convertito in legge 11 agosto 2014, n. 116, è utile indagare se siano (o siano stati) ammissibili sistemi di voto sovrapporzionali e, in generale, deroghe al principio di proporzionalità, nel tipo societario equivalente alla società per azioni in altri ordinamenti europei ed extraeuropei, per comprendere, innanzitutto, se il fenomeno della recente riforma si collochi in un contesto isolato o, invece, rappresenti la risposta a esigenze della pratica societaria già ampiamente riconosciute altrove. Lo scopo della ricerca sarà, quindi, *in primis*, di esaminare nel dettaglio, e secondo un approccio funzionale, la regolamentazione di tali istituti, in modo da poter meglio interpretare e, poi, commentare le nuove norme introdotte dal legislatore.

Le 28 legislazioni, oggetto del presente studio, possono essere distinte in tre grandi gruppi: quelle che ammettono la più ampia libertà nella configurazione dei diritti di voto inerenti la partecipazione azionaria, quelle che consentono deroghe alla perfetta corrispondenza *one share – one vote* (1S – 1V), con particolari restrizioni, quelle, infine, che le proibiscono. Accanto all'esame legislativo si riporterà il contenuto di alcuni statuti, in cui le fattispecie descritte sono state concretamente adottate.

In aggiunta alla disamina prettamente comparatistica, infine, si svolgerà un'indagine statistica, in cui si metteranno in relazione il grado di libertà concesso da ogni singolo Stato nella regolamentazione delle partecipazioni sociali e lo sviluppo del rispettivo mercato azionario.

## 2. Libertà e autonomia statutaria nella configurazione dei diritti di voto

### 2.1. Canada

L'art. 6, comma 1, del *Canada Business Corporation Act (Revisited Statutes of Canada, 1985, c. C-44)*<sup>137</sup> stabilisce che nelle *corporation* sono ammissibili diverse categorie di azioni, fornite di diritti, privilegi, restrizioni e condizioni diverse, non prevedendo limitazioni alla libera contrattazione delle parti<sup>138</sup>.

<sup>137</sup> Il *Canada Business Corporation Act (CBCA)* regola, in via federale, la materia societaria; gli emittenti possono scegliere se costituirsi in base alle disposizioni del sopra citato atto o, in via provinciale, seguendo le disposizioni delle legislazioni locali (quali ad esempio il *Business Corporation Act* dell'Ontario, *Revisited Statutes of Ontario, 1990, c. B. 16*). Attualmente più di 235.000 società si sono costituite ai sensi del *CBCA*, di cui gran parte sono piccole e medie imprese, ma anche più della metà delle maggiori società quotate dell'indice TSX60; cfr. INDUSTRY CANADA, *Consultation on the Canada Business Corporation Act*, 15 maggio 2014.

<sup>138</sup> "6. (1) *Articles of incorporation shall follow the form that the Director fixes and shall set out, in respect of the proposed corporation, [...] (c) the classes and any maximum number of shares that the corporation is authorized to issue, and (i) if there will be two or more classes of shares, the rights, privileges, restrictions and conditions attaching to each class of shares, [...]*". Le azioni con diritti di voto differenziati sono molto diffuse fra le più grandi società canadesi; l'incidenza del voto multiplo, in particolare, nelle società quotate al *Toronto Stock Exchange (TSX)* è cresciuta dal 5% nel 1975 al 15% nel 1987, fino ad arrivare nel 2005 intorno al 25%, cfr. T. GRAY, *Dual-class Share Structures and Best Practices in Corporate Governance*, 18 agosto 2005, consultabile su <http://www.parl.gc.ca/content/lop/researchpublications/prb0526-e.pdf>; per una ricostruzione storica cfr. S. BEN-ISHAI, *Dual Class Shares in Canada: An Historical Analysis*, in *Dalhousie Law J.*, 2006, 117; sul rapporto tra creazione di valore e meccanismi di separazione della proprietà dai

Le prerogative spettanti a ciascun socio, ai sensi del successivo art. 25, comma 3, dovranno necessariamente essere uguali solo nel caso in cui sia stata emessa un'unica classe di azioni e includeranno i diritti: *i)* di voto nell'assemblea degli azionisti; *ii)* di ricevere ogni dividendo deliberato dalla società; *iii)* alla quota finale di liquidazione<sup>139</sup>.

La materia del voto plurimo, con riferimento alle società quotate alla Borsa di Toronto, è regolata, inoltre, dal *TSX Company Manual*<sup>140</sup>, nella cui sezione H. 624, lett. (m) ed (n), si prevede, da un alto, che gli emittenti, che abbiano due o più categorie di azioni, non possono emettere titoli con diritti di voto superiori a quelli esistenti, a meno che non vengano offerti, proporzionalmente, in opzione a tutti gli azionisti, in modo tale da mantenere inalterati i rapporti di forza tra le categorie<sup>141</sup> e, dall'altro, che non si

---

diritti di voto in Canada cfr. W. BEN-AMAR – P. ANDRÉ, *Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada*, in *J. Bus. Fin. Acc.*, 2006, 517, in cui gli autori, attraverso un'analisi empirica sulle società quotate al TSX dal 1998 al 2002, mostrano come non vi sia una correlazione negativa fra l'utilizzo di strumenti dissociativi del controllo (tra cui le azioni a voto plurimo) e la *firm performance*.

<sup>139</sup> "24. [...] (3) *Where a corporation has only one class of shares, the rights of the holders thereof are equal in all respects and include the rights (a) to vote at any meeting of shareholders of the corporation; (b) to receive any dividend declared by the corporation; and (c) to receive the remaining property of the corporation on dissolution. [...]*".

<sup>140</sup> Il *TSX Company Manual* contiene le disposizioni regolamentari applicabili agli emittenti quotandi e quotati alla Borsa di Toronto.

<sup>141</sup> "Sec. 624. [...] (m) *TSX will not consent to the issuance by a listed issuer of any securities that have voting rights greater than those of the securities of any class of listed voting securities of the listed issuer, unless the issuance is by way of a distribution to all holders of the listed issuer's voting Residual Equity Securities on a pro rata basis. For this purpose, the voting rights of different classes of securities will be compared on the basis of the relationship between the voting power and the equity for each class. [...] This prohibition relates only to differences in voting rights attaching to securities of separate classes. [...]*".

può procedere alla creazione di nuove categorie azionarie e/o modificare quelle presenti<sup>142</sup>, se non con il consenso di una minoranza qualificata<sup>143</sup>.

Sebbene non vi siano limiti legali nella creazione dei diversi diritti di voto, un recente rapporto della *Canadian Coalition for Good Governance (CCGG)*, un'organizzazione rappresentativa di investitori istituzionali e *asset managers*, sottolinea come il numero dei voti attribuibili alle azioni a voto plurimo (*Multiple Voting Shares, MVS*) dovrebbe essere uguale o minore di 4, cosicché per controllare il 50% dei diritti di voto totali sia necessaria una partecipazione al capitale di rischio pari almeno al 20%<sup>144</sup>. Si fornisce, di seguito, un'applicazione concreta della normativa liberista menzionata.

---

<sup>142</sup> "Sec. 624. [...] (n) TSX will not consent to a capital reorganization or pro rata distribution of securities to security holders of a listed issuer, which would have the effect of creating a class of Restricted Securities or changing the ratio of outstanding Restricted Securities to Common Securities, unless the proposal receives minority approval. [...] A transaction generally will only be regarded as a "capital reorganization" for the purposes of the minority approval requirement if it involves a subdivision or conversion of one or more classes of Residual Equity Securities or if it has an effect similar to a pro rata distribution to holders of one or more classes of Residual Equity Securities. [...]"

<sup>143</sup> La minoranza qualificata viene così determinata: "Sec. 624. [...] (n) [...] For this purpose, minority approval means approval given by a majority of the votes cast at a security holders' meeting called to consider the proposal, other than votes attaching to securities beneficially owned by:

- i) any person or company that beneficially owns, directly or indirectly, securities carrying more than 20% of the votes attaching to all outstanding voting securities of the listed issuer;
- ii) any associate, affiliate or insider (each as defined in the OSA) of any person or company excluded by virtue of i);
- iii) any person or company excluded by virtue of OSC Rule 56-501; and
- iv) if i) and iii) are both inapplicable, all directors and officers of the listed issuer and their associates (as defined in the OSA).

TSX may require that persons or companies not specified above be excluded from a particular minority security holder vote if this is considered necessary to ensure that the objectives behind this Subsection 624(n) are not defeated. [...]"

<sup>144</sup> Cfr. CANADIAN COALITION FOR GOOD GOVERNANCE, *Dual Class Share Policy*, settembre 2013, 5, consultabile su [http://admin.yourwebdepartment.com/site/ccgg/assets/pdf/Dual\\_Class\\_Share\\_Policy.pdf](http://admin.yourwebdepartment.com/site/ccgg/assets/pdf/Dual_Class_Share_Policy.pdf), in cui si sottolinea, tuttavia, come una diversa configurazione potrebbe essere giustificata nel caso in cui l'importo monetario conferito dai possessori di azioni con voto potenziato sia particolarmente significativo con riferimento all'intero capitale azionario; nel senso di fissare a 4 il numero massimo dei voti attribuibili alle azioni a voto plurimo già Y. ALLAIRE, *Dual-Class Shares in Canada: Some Modest Proposals*, novembre 2006, consultabile su <http://ssrn.com/abstract=952043>.

2.1.1. (Segue): *La suddivisione del capitale azionario della società Bombardier Inc.*

La società *Bombardier Inc.*, con sede a Montréal, costituitasi in data 19 giugno 1902, e, a partire dal 23 giugno 1978, regolata dalle disposizioni del *CBCA*, aveva al 31 dicembre 2014 un capitale azionario suddiviso in 1.761.068.473 azioni, tutte quotate presso il *Toronto Stock Exchange*, di cui: *i)* 314.273.255 di classe "A", con dieci voti, sempre convertibili (1:1) in azioni di categoria "B"; *ii)* 1.425.395.218 di classe "B" con un voto, convertibili (1:1) in azioni di categoria "A", a discrezione del possessore, nel caso in cui l'azionista di controllo (famiglia *Bombardier*)<sup>145</sup> cessi di avere il 50% delle azioni di categoria "A", con un dividendo annuo prioritario sulle azioni di categoria "A" pari a \$0.0015625 Cdn per azione; *iii)* 9.692.521 privilegiate di serie "2", senza voto, riscattabili a discrezione della società in qualsiasi momento al prezzo di \$25 Cdn per azione, con un dividendo annuo cumulativo variabile pari all'80% del *Canadian Prime Rate* e convertibili (1:1) in azioni privilegiate di serie "3" il giorno 1 agosto 2017 e il giorno 1 agosto di ogni quinto anno successivo; *iv)* 2.307.479 azioni privilegiate di serie "3", senza voto, riscattabili a discrezione della società il giorno 1 agosto 2017 e il giorno 1 agosto di ogni quinto anno successivo al prezzo di \$25 Cdn per azione, con un dividendo annuo cumulativo preferenziale fisso, a partire dal giorno 1 agosto 2012 al 31 luglio 2017, del 3,134% o di \$ 0,7835 Cdn per azione e, per ogni quinquennio successivo, con un dividendo a tasso annuale fisso non inferiore all'80% del *Government of Canada bond yield*, pagabile ogni quadrimestre, l'ultimo giorno di gennaio, aprile, luglio e ottobre, convertibili (1:1), a scelta del possessore, in azioni privilegiate di serie "2" il giorno 1 agosto 2017 o il giorno 1 agosto di ogni quinto anno successivo; *v)* 9.400.000 azioni privilegiate di serie "4", senza voto, riscattabili a scelta della società al prezzo di \$25 Cdn per azione, sempre convertibili, a discrezione della società e su autorizzazione del *TSX*, in azioni di categoria "B", secondo il rapporto di cambio

---

<sup>145</sup> La famiglia *Bombardier*, al 31 dicembre del 2014, deteneva, tramite diverse società *holding*, 266.863.185 azioni di categoria "A" e 2.700.858 di categoria "B", rappresentanti il 58,24% del totale dei diritti di voto.

determinato dividendo il prezzo di riscatto, comprensivo dei dividendi non pagati, per il valore maggiore fra \$2 Cdn e il 95% del prezzo medio di mercato delle azioni di categoria "B" nei 20 giorni precedenti la conversione, con un dividendo annuo preferenziale cumulativo fisso del 6,25% o di \$1,5625 Cdn per azione, pagabile quadrimestralmente alla fine di gennaio, aprile, luglio, ottobre<sup>146</sup>.

## 2.2. Danimarca

Le società per azioni in Danimarca sono regolate dalla *Lov om aktie- og anpartsselskaber (Selskabsloven)*, n. 610 del 28 aprile 2015, da ultimo modificata dalle leggi 1 giugno 2015, nn. 738 e 739; la disciplina della partecipazione azionaria nelle *Kapitalselskaber*, tuttavia, è stata radicalmente innovata a seguito della recente riforma avvenuta con la *Lov* n. 172 del 22 febbraio 2010, entrata in vigore il giorno 1 marzo 2010<sup>147</sup>.

Si è abolito, innanzitutto, il precedente divieto di emissione di azioni senza voto ed è stato eliminato il numero massimo di voti attribuibili alle azioni a voto plurimo, che precedentemente era pari a 10<sup>148</sup>.

---

<sup>146</sup> Le informazioni riportate provengono dall'esame del *Financial Report 2014 e dell'Annual Information Form 2014* della società *Bombardier Inc.*, consultabili rispettivamente su <http://ir.bombardier.com/modules/misc/documents/62/77/46/51/14/Bombardier-Financial-Report-2014-en2.pdf> e <http://ir.bombardier.com/var/data/gallery/document/84/77/84/92/13/Bombardier-inc-Annual-Information-Form-2014-en.pdf>.

<sup>147</sup> In Danimarca vi sono tre tipi di società aventi il beneficio della responsabilità limitata e il capitale suddiviso in azioni: i) l'*Aktieselskab* o A/S, che deve costituirsi, ai sensi dell'art. 4, comma 2, *Lov om aktie- og anpartsselskaber* con un capitale non inferiore a DKK 500.000 (pari a circa 67.000 Euro) e le cui azioni possono essere offerte al pubblico; ii) l'*Anpartsselskab* o ApS, il cui capitale minimo iniziale è fissato in DKK 80.000 (pari a circa 10.700 Euro) e le cui azioni non possono costituire oggetto di offerta al pubblico, come previsto dall'art. 5, n. 2, *Lov om aktie- og anpartsselskaber*; iii) la *Partnerselskab* o P/S, la cui disciplina si ritrova nella *Lov om visse erhvervsdrivende selskaber*. Prima della riforma, le *Aktieselskaber* erano governate dall'*Aktieselskabsloven*, n. 649 del 15 giugno 2006, mentre le *Anpartsselskaber* dall'*Anpartsselskabsloven*, n. 650 del 15 giugno 2006. Cfr. in generale sulla nuova legge regolatrice delle società per azioni P. S. MÜLLER – E. WERLAUFF, *Selskabsloven med kommentarer*<sup>2</sup>, København, 2014, passim; J. S. CHRISTENSEN, *Kapitalselskaber. Aktie- Og Anpartsselskabsret*<sup>4</sup>, København, 2014, passim; P. G. ANDERSEN, *Aktie- og anpartsselskabsret. Kapitalselskaber*<sup>12</sup>, København, 2013, passim.

<sup>148</sup> L'art. 67, comma 1, dell'*Aktieselskabsloven* del 2006 prevedeva, infatti che: "*Enhver aktie skal give stemmeret. Vedtægterne kan bestemme, at visse aktiers stemmевærdi forøges, dog ikke ud over ti gange stemmевærdien af nogen anden aktie af samme størrelse*".



L'attuale art. 46, comma 1, della *Lov om aktie- og anpartsselskaber (Selskabsloven)* prevede espressamente, infatti, che possono emettersi azioni prive del diritto di voto e che, in via generale, il potere di voto di alcune categorie azioni possa differire da quello di altre, senza porre, tuttavia, alcun vincolo all'autonomia delle parti<sup>149</sup>.

#### 2.2.1. (Segue): Le azioni con dieci voti della società Carlsberg A/S

La società Carlsberg A/S, con sede in Copenaghen, ha un capitale di 3.051.136.120 DKK, suddiviso in 673.985.040 azioni di categoria "A", di 10 DKK ciascuna, aventi 10 voti per azione e 2.377.151.080 azioni privilegiate di categoria "B", di 10 DKK ciascuna, con un dividendo preferenziale non cumulativo dell'8% annuo e un voto per azione, entrambe quotate presso il Nasdaq OMX Copenaghen<sup>150</sup>.

#### 2.3. Finlandia

La sezione §7 del primo capitolo dell'*Osakeyhtiölaki* (legge sulle società) del 21 luglio 2006, n. 624 fissa il principio generale per cui tutte le azioni attribuiscono uguali diritti, a meno che non sia diversamente stabilito nell'atto costitutivo<sup>151</sup>. La sezione 1§, (1) del successivo capitolo 3, sulla disciplina dei titoli azionari, precisa nuovamente che tutte le azioni incorporano gli stessi diritti, ma aggiunge che nell'atto costitutivo può essere previsto che la società emetta azioni con diritti e obblighi diversi, dovendosi, in tal caso, precisare il contenuto<sup>152</sup>. Con particolare riguardo al diritto di voto, di cui alla

<sup>149</sup> " 46. Alle kapitalandele har stemmeret. Det kan dog i kapitalselskabets vedtægter bestemmes, at visse kapitalandele er uden stemmeret, og at visse kapitalandele stemmeværdi afvoiger i forhold til øvrige kapitalandele. [...]".

<sup>150</sup> Cfr. CARLSBERG A/S, *Articles of Association*, 20 marzo 2014.

<sup>151</sup> Nel testo originale: "Kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. [...]". Tale formulazione è alquanto simile a quanto disposto dall'art. 164, comma 1, del codice di commercio del Regno d'Italia del 1882. Prima della riforma del 2003 si era proposto di modificare l'art. 2351 c.c. in modo analogo, prevedendo che: " Se lo statuto non dispone diversamente, ogni azione dà diritto ad un voto", cfr. M. LAMANDINI, *Società di capitali e struttura finanziaria: spunti per la riforma*, in ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, 277.

<sup>152</sup> "1§ Osakkeiden yhtäläisyys ja erilaisuus. Kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet. Yhtiöjärjestyksessä voidaan kuitenkin määrätä, että yhtiössä on tai voi olla oikeuksiltaan tai velvollisuuksiltaan toisistaan poikkeavia osakkeita. Tällöin yhtiöjärjestyksestä on käytävä ilmi osakkeiden väliset erot.[...]".

3§ dello stesso capitolo, si stabilisce che ogni azione conferisce un voto e che, tuttavia, l'atto costitutivo può ammettere azioni con differenti diritti di voto<sup>153</sup>. Infine, la sezione 4§, (1) legittima esplicitamente le azioni senza voto, statuendo che, ove l'atto costitutivo non disponga in modo diverso, si intende che esse mantengano tutte le altre prerogative delle azioni ordinarie<sup>154</sup>. Nel caso in cui, inoltre, il dividendo o altro privilegio patrimoniale, che sia previsto nello statuto a favore di tale categoria azionaria, non venga corrisposto entro otto mesi dalla data di chiusura dell'esercizio sociale, è previsto, quale meccanismo compensativo di *default* (che potrà quindi essere derogato in sede statutaria), il temporaneo esercizio del diritto di voto<sup>155</sup>.

Quanto detto è ribadito, relativamente alle società quotate, dal *Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi* (Codice di *Corporate Governance* finlandese) del 15 giugno 2010, in cui si prescrive, come regola di *default*, che a ogni azione spetta un voto, concedendosi, comunque ampia facoltà agli statuti di creare categorie fornite di diritti diversi<sup>156</sup>. Di seguito, si riporta l'esempio di una società finlandese con diverse categorie di azioni.

### 2.3.1. (Segue): Lo statuto della società Kesko Oyj

La società Kesko Oyj, con una capitalizzazione di mercato pari a Euro 3,09 miliardi, è una delle più grandi società quotate presso il *Nasdaq OMX Helsinki*. Il capitale sociale, di Euro 197.282.584, è suddiviso in 100.019.752 azioni, di cui 31.737.007

<sup>153</sup> "3§ Äänivalta. Osake tuottaa yhden äänen kaikissa yhtiökokouksessa käsiteltävissä asioissa. Yhtiöjärjestyksessä voidaan kuitenkin määrätä, että osakkeilla on erisuuruinen äänimäärä. [...]"

<sup>154</sup> "4§ Äänivallaton osake. Jollei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä: 1) 3 §:n 2 momentissa tarkoitettu osake tuottaa äänioikeutta lukuun ottamatta kaikki muut osakkeeseen liittyvät oikeudet; [...]"

<sup>155</sup> "4§ Äänivallaton osake. Jollei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä: 2) 3 §:n 2 momentissa tarkoitettu osake tuottaa äänioikeuden kaikissa asioissa, jos sille yhtiöjärjestyksen mukaan jakopäätöksestä riippumatta maksettavaa osinkoa tai muuta vapaata omaa pääomaa ei ole maksettu kahdeksan kuukauden kuluttua tilikauden päättymisestä; [...]"

<sup>156</sup> Cfr. ARVOPAPERIMARKKINAYHDISTYS RY, *Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi*, 15 giugno 2010, 7, consultabile, nella versione inglese, su <http://cgfinland.fi/files/2012/01/finnish-cg-code-2010.pdf>.

di categoria "A", con dieci voti, e 68.282.745 di categoria "B", con un voto, tutte con uguali diritti patrimoniali<sup>157</sup>.

#### 2.4. Gran Bretagna

Come accennato in precedenza, già il *Companies (Consolidation) Act* del 21 dicembre 1908, che raccolse in un testo unico tutto il lavoro legislativo e giurisprudenziale precedente, pure prevedendo, in via generale, che ogni azione avesse un voto, attribuiva agli statuti il potere di derogare tale norma attraverso la creazione di diverse categorie di azioni.

#### 2.5. Hong Kong

La *Companies Ordinance* di Hong Kong (Ord. No. 28 del 2012)<sup>158</sup> stabilisce all'art. 179 che, nel caso in cui una società abbia emesso più categorie di azioni, debbono essere specificati, per ognuna di esse, i rispettivi diritti di voto e, qualora non vi siano e non si tratti di azioni privilegiate (*preference* o *preferred shares*), deve essere riportata nei certificati azionari la scritta "non voting" o "無表決權"<sup>159</sup>.

In mancanza di diversa disposizione statutaria, vigerà il principio generale, di cui all'art. 588, comma 3, per cui ogni azionista ha un voto ogni azione posseduta<sup>160</sup>.

<sup>157</sup> Cfr. KESKO OYJ, *Yhtiöjärjestys*, 7 gennaio 2015, consultabile, nella versione inglese, su <http://www.kesko.fi/en/investor/corporate-governance/articles-of-association/>.

<sup>158</sup> In generale sul diritto societario di Hong Kong cfr. V. STOTT, *Hong Kong company law*, Hong Kong, 2015, passim; D. K. SRIVASTAVA, *Business law in Hong Kong*, Hong Kong, 2014, passim; G. DAOPEL, *Hong Kong corporate law*, Hong Kong, 2010, passim.

<sup>159</sup> Cfr. l'art. 179 della *Companies Ordinance*: "(1) A share certificate issued by a company that has different classes of shares must contain in a prominent position a statement (a) stating that the company's share capital is divided into different classes of shares; and (b) specifying the voting rights attached to shares in each class. (2) If a company has a class of shares the holders of which are not entitled to vote at general meetings of the company (a) the descriptive title of shares in the class must include the words "non-voting" or the Chinese characters "無表決權"; and (b) the company must ensure that those words appear legibly on any share certificate issued by the company. (3) Subsection (2) does not apply to shares that are described as preference shares or preferred shares. [...]".

<sup>160</sup> Cfr. l'art. 588, commi 3 e 4: "(3) On a vote on a resolution on a poll taken at a general meeting (a) in the case of a company having a share capital (i) every member present in person has one vote for each share held by him or her; and (ii) every proxy present who has been duly appointed by a member has one vote for each share

Di particolare interesse è, infine, l'art. 8.11 *Main Board Listing Rules dell'Hong Stock Exchange* (HKEx), in cui si prevede che il capitale azionario di una società che voglia quotare i propri titoli presso l'HKEx non dovrà essere costituito da azioni con diritti di voto che non siano ragionevolmente proporzionati alla porzione di capitale rappresentata. Tuttavia, gli emittenti che abbiano già in circolazione titoli siffatti potranno crearne ulteriori, rispettando il rapporto preesistente con le altre categorie azionarie<sup>161</sup>.

## 2.6. Irlanda

I diritti inerenti la partecipazione azionaria della *limited company*<sup>162</sup> irlandese sono regolati dalla sezione 66 del *Companies Act 2014*<sup>163</sup>. La legge riconosce la più ampia

---

*held by that member; and (b) in the case of a company not having a share capital (i) every member present in person has one vote; and (ii) every proxy present who has been duly appointed by a member entitled to vote on the resolution has one vote. (4) Subsections (1), (2) and (3) have effect subject to any provision of the company's articles."*

<sup>161</sup> Cfr. l'art. 8.11 HKEx *Main Board Listing Rules*: "The share capital of a new applicant must not include shares of which the proposed voting power does not bear a reasonable relationship to the equity interest of such shares when fully paid ("B Shares"). The Exchange will not be prepared to list any new B Shares issued by a listed issuer nor to allow any new B Shares to be issued by a listed issuer (whether or not listing for such shares is to be sought on the Exchange or any other stock exchange) except: (1) in exceptional circumstances agreed with the Exchange; or (2) in the case of those listed companies which already have B Shares in issue, in respect of further issues of B Shares identical in all respects with those B Shares by way of scrip dividend or capitalisation issue, provided that the total number of B Shares in issue remains substantially in the same proportion to the total number of other voting shares in issue as before such further issue."

<sup>162</sup> Il *Companies Act 2014* disciplina diversi tipi di *limited company*: i) *Private Company Limited by Shares* (LTD), l'equivalente della società per azioni che non fa ricorso al mercato del capitale di rischio, di cui alla parte 2 del *Companies Act 2014*, ove, tra l'altro, il massimo numero di soci è pari a 149 (sezione 17, n. 4), le azioni non possono essere oggetto di offerta al pubblico, non vi è un capitale minimo e il processo di formazione della volontà sociale può avvenire anche mediante l'adozione di *written resolutions* a maggioranza (sezione 194), sostitutive delle delibere assembleari; ii) *Designated Activity Company* (DAC) *Limited by Guarantee* o *by Shares*, la cui disciplina si ritrova nella parte 16 *Companies Act 2014*; iii) *Company Limited by Guarantee* (CLG), di cui alla parte 18 del *Companies Act 2014* e iv) *Public Limited Company* (PLC), il cui capitale sociale minimo, in sede di costituzione, è fissato in Euro 25.000 (sezione 1.000) e le cui azioni possono essere offerte al pubblico.

<sup>163</sup> Cfr. in generale sul diritto societario irlandese a seguito della riforma del 2014 T. B. COURTNEY, *The Law of Companies*, Dublin, 2015, passim; AA. VV., *Business Law*, a cura di J. COX, Oxford, 2015, passim; prima della riforma R. KEANE, *Company Law*<sup>4</sup>, Dublin, 2007, passim (la quinta edizione dell'opera rivista e aggiornata sarà pubblicata per cura di G. B. HUTCHINSON in data 22 settembre 2016); M. FORDE – H. KENNEDY, *Company Law*<sup>4</sup>, Dublin, 2007, passim.

autonomia alle parti nella regolazione delle rispettive posizioni sociali, prevedendo che ogni azione può essere emessa con diritti privilegiati, limitati, speciali sia con riguardo al dividendo, al voto, alla distribuzione del capitale sia, in generale, con riguardo a ogni diritto patrimoniale e amministrativo, ponendo l'unico limite per cui l'emissione di nuove azioni non deve pregiudicare i diritti speciali precedentemente conferiti ai possessori di azioni o di categorie di azioni<sup>164</sup>.

La successiva sezione 88 stabilisce, inoltre, che, in mancanza di diversa previsione nell'atto costitutivo, le prerogative di ogni categoria azionaria possono essere modificate *a)* con il consenso scritto del 75% del capitale rappresentato dalla stessa o con delibera dell'assemblea speciale presa a maggioranza, nel caso in cui i particolari diritti spettanti alla classe di azioni siano stati attribuiti successivamente alla costituzione<sup>165</sup> o, altrimenti, *b)* all'unanimità dei titolari di tali partecipazioni<sup>166</sup>.

Ai sensi della sezione 89, infine, in caso di variazione dei diritti di categoria, i possessori delle azioni speciali, che non abbiano espresso il loro consenso scritto o non abbiano votato a favore della deliberazione e che detengano, anche congiuntamente,

---

<sup>164</sup> "66. [...] (3) Without prejudice to any special rights previously conferred on the holders of any existing shares or class of shares, any share in a company may be issued with such preferred, deferred or other special rights or such restrictions, whether in regard to dividend, voting, return of capital or otherwise, as the company may from time to time by ordinary resolution determine. [...]". Con particolare riferimento al diritto di voto, la sezione 190 riconosce, inoltre, la legittimità del voto divergente, stabilendo che "On a poll taken at a meeting of a company or a meeting of any class of members of a company, a member, whether present in person or by proxy, entitled to more than one vote need not, if he or she votes (a) use all his or her votes; or (b) cast all the votes he or she uses in the same way".

<sup>165</sup> "88. [...] (2) Where the rights are attached to a class of shares in the company otherwise than by the constitution, and the constitution does not contain provisions with respect to the variation of the rights, those rights may be varied if, but only if

(a) the holders of 75 per cent, in nominal value, of the issued shares of that class, consent in writing to the variation; or

(b) a special resolution, passed at a separate general meeting of the holders of that class, sanctions the variation,

and any requirement (however it is imposed) in relation to the variation of those rights is complied with, to the extent that it is not comprised in the requirements in paragraphs (a) and (b). [...]".

<sup>166</sup> "88. [...] (5) Where the rights are attached to a class of shares in the company by the constitution and it does not contain provisions with respect to the variation of the rights, those rights may be varied if all the members of the company agree to the variation. [...]".

almeno il 10% delle azioni interessate, possono, entro 28 giorni, agire in giudizio per ottenere la cancellazione della modifica<sup>167</sup>.

2.6.1. (Segue): *La struttura azionaria della società CRH Plc*

La società CRH Plc, con sede a Dublino, nata nel 1970 dalla fusione fra la *Cement Limited* e la *Roadstone Limited*, ha un capitale sociale di Euro 341.297.940 suddiviso in i) 150.000 azioni "5% *Cumulative Preference Shares*" di Euro 1,27 ciascuna, senza diritto di voto e con un dividendo preferenziale fisso cumulativo al tasso del 5% annuo; ii) 872.000 "7% "A" *Cumulative Preference Shares*" di Euro 1,27 ciascuna, senza diritto di voto e con un dividendo preferenziale fisso cumulativo al tasso del 7% annuo; iii) 1.000.000.000 azioni ordinarie di Euro 0,32 ciascuna, tutte quotate presso l'*Irish Stock Exchange* e iv) 1.000.000.000 "*Income Shares*" di Euro 0,02 ciascuna, senza diritto di voto, non quotate<sup>168</sup>.

---

<sup>167</sup> "89. (1) *If in the case of a company, the share capital of which is divided into different classes of shares, the rights attached to any such class of shares are at any time varied pursuant to section 88, one or more members who hold, or together hold, not less than 10 per cent of the issued shares of that class, being members who did not consent to or vote in favour of the resolution for the variation, may apply to the court to have the variation cancelled.*

(2) *Where any such application is made, the variation shall not have effect unless and until it is confirmed by the court.*

(3) *An application under this section shall be made within 28 days (or such longer period as the court, on application made to it by any member before the expiry of the first mentioned 28 days, may allow) after the date on which the consent was given or the resolution was passed, as the case may be, and may be made on behalf of the members entitled to make the application by such one or more of their number as they may appoint in writing for the purpose.*

(4) *On any such application the court, after hearing the applicant and any other persons who apply to the court to be heard and appear to the court to be interested in the application, may, if it is satisfied having regard to all the circumstances of the case that the variation would unfairly prejudice the shareholders of the class represented by the applicant, disallow the variation and shall, if not so satisfied, confirm the variation.*

(5) *The decision of the court on any such application shall be final but an appeal shall lie to the Supreme Court from the determination of the court on a question of law.*

(6) *The company shall, within 21 days after the date on which an order is made by the court on any such application, deliver a certified copy of the order to the Registrar.*

(7) *If a company contravenes subsection (6), the company and any officer of it who is in default shall be guilty of a category 4 offence.*

(8) *In this section "variation" includes abrogation, and "varied" shall be read accordingly."*

<sup>168</sup> Cfr. CRH PUBLIC LIMITED COMPANY, *Memorandum and Articles of Association*, Maggio 2015.

## 2.7. Nuova Zelanda

L'art. 36, comma 1, *Companies Act 1993*<sup>169</sup> prevede, quale regola generale, che ogni azione conferisce al possessore il diritto *a)* di un voto in ogni deliberazione dell'assemblea; *b)* a un dividendo proporzionato alla partecipazione e *c)* alla ripartizione proporzionale del residuo attivo in sede di liquidazione<sup>170</sup>. Il successivo comma 2 precisa, tuttavia, che i diritti sopra menzionati possono essere negati, alterati o incrementati, mediante modifica dell'atto costitutivo o secondo i termini stabiliti nel momento dell'emissione delle azioni<sup>171</sup>.

La creazione di differenti categorie azionarie è esplicitamente ammessa dall'art. 37, comma 1, *Companies Act 1993*, in cui si stabilisce, inoltre, al secondo comma che le azioni possono *a)* essere ricattabili; *b)* conferire diritti privilegiati nella distribuzione del capitale o dell'utile; *c)* attribuire diritti di voto speciali, limitati, condizionati o *d)* non avere diritti di voto<sup>172</sup>.

---

<sup>169</sup> Cfr. in generale sul diritto societario neozelandese J. FARRAR – S. WATSON – D. TENNANT – L. TAYLOR — S. GRIFFITHS – M. BERKAHN – L. TROTMAN – D. COOPER, *Company and Securities Law in New Zealand*<sup>2</sup>, Wellington, 2013, passim; G. WILLIAMS, *Corporations and Partnerships in New Zealand*, Alphen an den Rijn, 2011, passim.

<sup>170</sup> "36. Rights and powers attaching to shares. (1) Subject to subsection (2), a share in a company confers on the holder

(a) the right to 1 vote on a poll at a meeting of the company on any resolution, including any resolution to

(i) appoint or remove a director or auditor:

(ii) adopt a constitution:

(iii) alter the company's constitution, if it has one:

(iv) approve a major transaction:

(v) approve an amalgamation of the company under section 221:

(vi) put the company into liquidation:

(b) the right to an equal share in dividends authorised by the board:

(c) the right to an equal share in the distribution of the surplus assets of the company [...]".

<sup>171</sup> "36. Rights and powers attaching to shares. [...] (2) Subject to section 53, the rights specified in subsection (1) may be negated, altered, or added to by the constitution of the company or in accordance with the terms on which the share is issued under section 41(b) or section 42 or section 44 or section 107(2), as the case may be".

<sup>172</sup> "37. Types of shares. (1) Subject to the constitution of the company, different classes of shares may be issued in a company. (2) Without limiting subsection (1), shares in a company may

(a) be redeemable within the meaning of section 68; or

(b) confer preferential rights to distributions of capital or income; or

(c) confer special, limited, or conditional voting rights; or

(d) not confer voting rights".

2.7.1. (Segue): *Lo statuto della società Millennium & Copthorne Hotels New Zealand Limited*

Lo statuto della società *Millennium & Copthorne Hotels New Zealand Limited*, costituitasi il 7 giugno 1985 sotto la denominazione di *CDL Hotels New Zealand Limited*, poi variata nell'attuale in data 27 gennaio 2006<sup>173</sup>, con sede ad Auckland, stabilisce all'art. 3.2 che possono emettersi nuove categorie di azioni dotate di particolari diritti o limitazioni sia con riguardo ai diritti amministrativi che patrimoniali<sup>174</sup>. Il capitale azionario, al 31 dicembre 2014, è pari a 338.266.000 NZ\$, suddiviso in 158.317.833 azioni, di cui 105.578.290 ordinarie con un voto e 52.739.543 azioni speciali senza voto, riscattabili in ogni momento dalla società, entrambe quotate presso il *New Zealand Stock Exchange (NZX)*<sup>175</sup>.

2.8. *Singapore*

In Singapore<sup>176</sup>, la nuova sezione 64A, comma 2, *Companies Act*, introdotta dalla sezione 34 dell'*Act 36* del 2014 e in vigore dal 3 gennaio 2016, ammette, anche per la *public company*, la più ampia autonomia nell'organizzazione della partecipazione

---

<sup>173</sup> L'art. 23 del *Companies Act 1993* statuisce che il cambio di denominazione sociale non costituisce modifica dell'atto costitutivo. La richiesta di variazione deve essere inviata da un amministratore della società, su approvazione del consiglio, al *New Zealand Register*, anche online; la procedura si concluderà con l'emissione di nuovo certificato d'incorporazione a cura dell'Ufficio.

<sup>174</sup> Cfr. CDL HOTELS NEW ZEALAND LIMITED, *Constitution*, 26 maggio 2005, 4, disponibile presso il *New Zealand Companies Register* e consultabile su <https://www.business.govt.nz/companies/app/service/services/documents/5DEC011B9102C9CEFE191DD60845A400>, ove si prescrive che "Subject to clause 4, further shares in the Company (including different Classes of shares) may be issued which: (a) rank equally with, or in priority to, existing shares in the Company; or (b) have deferred, preferred or other special rights or restrictions, whether as to voting rights or distributions or otherwise; or (c) confer preferential rights to distributions of capital or income; or (d) confer special, limited or conditional voting rights; or (e) do not confer voting rights; or (f) are redeemable in accordance with section 68 of the Act; or (g) are convertible; or (h) have any one or more of the rights or limitations set out in paragraphs (a) to (g)".

<sup>175</sup> Cfr. MILLENNIUM & COPTHORNE HOTELS NEW ZEALAND LIMITED, *Annual Report*, 2014, FIN 37 e ss.

<sup>176</sup> Per riferimenti generali al diritto delle società in Singapore cfr. H. TJIO – P. KOH – L. PEY WOAN, *Corporate Law*, Singapore, 2015, passim; B. S. TABALUJAN – V. DU TOIT-LOW – J. L.Y. HUAN, *Singapore Business Law*<sup>7</sup>, Singapore, 2015, passim.



azionaria, concedendo la facoltà di creare azioni che conferiscano diritti di voto speciali, limitati, condizionati o che non accordino diritti di voto<sup>177</sup>.

Nel vigore della disciplina *ante* riforma, il principio *one share - one vote* trovava deroga, come stabilito dalla precedente sez. 64, comma 1, solo con riferimento alle *management shares* delle società giornalistiche, di cui alla sez. 10 del *Newspaper and Printing Presses Act*. Ivi si statuisce che in ogni *newspaper company* il capitale sociale deve essere, necessariamente, suddiviso in due categorie di azioni: le *management shares* e le azioni ordinarie. Le prime possono emettersi o trasferirsi a favore solo di cittadini della Repubblica di Singapore o di società, previa autorizzazione ministeriale<sup>178</sup>, e contano 200 voti con riguardo alle delibere di nomina o revoca dei componenti l'organo gestorio<sup>179</sup>. Lo strumento del voto plurimo attribuito a determinati azionisti risponderebbe in questo caso all'esigenza di garantire che i mezzi di informazione, data la loro valenza strategica, non vengano manipolati da interessi stranieri<sup>180</sup>; necessità già espressa quasi un secolo fa con riferimento alle azioni a voto multiplo alla vigenza del codice di commercio italiano del 1882<sup>181</sup>.

---

<sup>177</sup> Cfr. la sez. 64A *Companies Act*: "[...] (2) Without limiting subsection (1) but subject to the conditions of subsection (1)(a) and (b), shares in a public company may

(a) confer special, limited, or conditional voting rights; or

(b) not confer voting rights. [...]"

<sup>178</sup> Cfr. la sez. 10, comma 1, lett. (c), *Newspaper and Printing Presses Act*: "(c) no management shares shall be issued or transferred except to citizens of Singapore or corporations who or which have been granted the written approval of the Minister."

<sup>179</sup> Cfr. la sez. 10, comma 11, *Newspaper and Printing Presses Act*: "(11) The holder of management shares shall be entitled either on a poll or by a show of hands to 200 votes for each management share held by him upon any resolution relating to the appointment or dismissal of a director or any member of the staff of a newspaper company but shall in all other respects have the same voting rights as the holder of ordinary shares."

<sup>180</sup> Cfr. K. Y. L. TAN, *Constitutional Law in Singapore*, Alphen aan den Rijn, 2011, 516; in senso critico tuttavia A. M. RAMCHAND, *Freedom Of The Press: Regulation Under The Newspaper And Printing Presses Act, 1974*, in *Singapore L. Rev.*, 1999, 130; C. GEORGE, *Freedom from the Press. Journalism and State Power in Singapore*, Singapore, 2012, 31.

<sup>181</sup> Cfr. *supra* capitolo I, par. 4.

2.8.1. (Segue): *Le management shares della società Singapore Press Holdings Ltd.*

La società *Singapore Press Holdings Ltd.*, con sede in Singapore, ha un capitale sociale suddiviso in 1.617.011.000 azioni senza valore nominale, di cui 1.600.649.000 azioni ordinarie, con un voto, quotate presso il *Singapore Stock Exchange (SPX)*, che rappresentano complessivamente S\$ 515.700.000 (pari al 98,65% del capitale) e 16.362.000 *management shares* con un voto, fatta eccezione per le delibere di nomina o revoca dei componenti l'organo amministrativo, in cui dispongono di 200 voti ciascuna, che corrispondono a S\$ 7.109.000<sup>182</sup>. In questo caso, per eleggere (o revocare) l'organo gestorio, sarà necessario avere almeno 2.436.524.501<sup>183</sup> voti, pari alla maggioranza assoluta dei diritti di voto, corrispondenti al 74,45% dei voti espressi dalle *management shares* ed esattamente all'1% del capitale sociale.

2.9. *Stati Uniti d'America*

La materia del diritto societario, negli Stati Uniti<sup>184</sup>, è di competenza dei singoli Stati<sup>185</sup>, essendovi, tuttavia, un modello legislativo predisposto a livello federale, il *Model Business Corporation Act* (da qui in avanti anche *MBCA*)<sup>186</sup>.

<sup>182</sup> Cfr. SINGAPORE PRESS HOLDINGS LTD., *Annual Report*, 2015, 146.

<sup>183</sup> Calcolati secondo la seguente formula:  $(1.600.649.000 + 16.362.000 * 200) / 2 + 1$ .

<sup>184</sup> Cfr. in generale sul diritto societario americano W. T. ALLEN – R. H. KRAAKMAN – G. SUBRAMANIAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*<sup>3</sup>, Frederick, 2009, passim.

<sup>185</sup> Durante i dibattiti in seno all'Assemblea costituente americana, tuttavia, James Madison, un delegato dello Stato della Virginia, che poi divenne il quarto Presidente degli Stati Uniti nel 1809, propose di attribuire al governo federale il potere di regolare la costituzione delle società. Tale posizione non fu condivisa, sull'assunto che la riserva di potere ai singoli Stati in materia di formazione delle società costituisca una caratteristica fondamentale del federalismo americano. Cfr. J. MADISON, *Journal of Federal Convention*, Chicago, 1893, 549; J. MADISON, *The debates in the federal convention of 1787 which framed the constitution of the United States of America*, New York, 1920, 563; W. BRABNER-SMITH, *Federal Incorporation of Business*, in *Virginia L. Rev.*, 1937, 159.

<sup>186</sup> Il *Model Business Corporation Act* nasce dopo la seconda guerra mondiale, nel 1950, su iniziativa del *Committee on Business Corporations* dell'*American Bar Association*, per armonizzare il concetto di *corporation* fra i diversi Stati; tale incertezza normativa comportava, fra l'altro, che, in diverse legislazioni statali, i soci fondatori potessero essere citati direttamente per le obbligazioni assunte in nome della costituenda società. Una prima versione del *MBCA* fu redatta nel 1946 e pubblicata con il nome di *Model for State Business Corporation Acts*, essendo presidente del Comitato Millard B. Kennedy. Dopo la morte del presidente, avvenuta nel 1947, il testo fu ritenuto incompleto e i lavori furono portati avanti da Ray Garrett. Sulla storia del *MBCA* cfr. R. GARRETT, *History, Purpose and Summary of The Model Business Corporations Act*, in *Bus. lawyer*, 1950, 6, 1.

In generale, vi è un principio di assoluta libertà nella configurazione dei diritti inerenti la partecipazione azionaria<sup>187</sup>; la sezione § 6.01 MBCA prevede, innanzitutto, che l'atto costitutivo possa creare categorie azionarie e differenti serie di azioni al loro interno, fornite di diritti patrimoniali e amministrativi diversi, con diritti di voto speciali, condizionati, limitati o senza diritti di voto<sup>188</sup>. La successiva sezione § 7.21, lett. (a), stabilisce, poi, quale regola di *default*, che, qualora lo statuto non abbia disposto diversamente, ogni azione attribuisce un voto nell'assemblea generale<sup>189</sup>.

Una disciplina analoga si ritrova nella *Delaware General Corporation Law* (DGCL). La sezione 151, lett. (a), statuisce, infatti, che ogni società può emettere una o più categorie di azioni – le quali possono, a loro volta, essere suddivise in diverse serie – e che l'atto costitutivo deve specificare, per ognuna di esse, quali diritti di voto incorporano e se siano pieni, limitati o esclusi<sup>190</sup>. In assenza di contraria previsione

---

<sup>187</sup> In giurisprudenza sull'ammissibilità di categorie azionarie dotate di diritti di voto diversi cfr. *Shapiro v. Tropicana Lanes, Inc.*, 371 S.W.2d 237, 241-42 (Mo. 1963); *Hampton v. Tri-State Fin. Corp.*, 30 Colo. App. 420, 425, 495 P.2d 566, 569 (1972); *Providence and Worcester Co. v. Baker*, 378 A.2d 121, 122-24 (Del. 1977); *Deskens v. Lawrence County Fair & Dev. Corp.*, 321 S.W.2d 408, 409 (Ky. 1959); *Groves v. Rosemound Improvement Ass'n*, 413 So. 2d 925, 927 (La. Ct. App. 1982).

<sup>188</sup> La sezione § 6.01 MBCA stabilisce, infatti, che: "(a) *The articles of incorporation must set forth any classes of shares and series of shares within a class, and the number of shares of each class and series, that the corporation is authorized to issue. If more than one class or series of shares is authorized, the articles of incorporation must prescribe a distinguishing designation for each class or series and must describe, prior to the issuance of shares of a class or series, the terms, including the preferences, rights, and limitations, of that class or series. Except to the extent varied as permitted by this section, all shares of a class or series must have terms, including preferences, rights, and limitations that are identical with those of other shares of the same class or series.* (b) *The articles of incorporation must authorize: (1) one or more classes or series of shares that together have unlimited voting rights, and (2) one or more classes or series of shares (which may be the same class or classes as those with voting rights) that together are entitled to receive the net assets of the corporation upon dissolution.* (c) *The articles of incorporation may authorize one or more classes or series 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; [...]*".

<sup>189</sup> "[...] *unless the articles of incorporation provide otherwise, each outstanding share, regardless of class, is entitled to one vote on each matter voted on at a shareholders' meeting. [...]*".

<sup>190</sup> Cfr. la sezione § 151, lett. (a), primo periodo, 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. [...]*".

statutaria, inoltre, vige, ex § 212, lett. (a), lo stesso principio fissato dalla sezione § 7.21 MBCA, per cui ogni azione attribuisce un voto, salvo poi precisarsi che possono configurarsi azioni con voti maggiori o inferiori a uno<sup>191</sup>.

Se attualmente è possibile procedere alla quotazione, nei più importanti mercati di capitali americani, di titoli aventi diritti di voto potenziati, limitati o esclusi<sup>192</sup>, non bisogna dimenticare, tuttavia, che negli anni '80 la situazione era assai dissimile.

L'approccio più liberale, della *National Association of Securities Dealers* (NASD), non imponeva alcuno *standard* da rispettare con riferimento ai diritti di voto dei titoli quotandi presso il proprio sistema di scambio automatizzato (NASDAQ)<sup>193</sup>. Il *New York Stock Exchange* (NYSE), al contrario, già dal 1926 non ammetteva alla quotazione le azioni ordinarie (*voting common stock*)<sup>194</sup> degli emittenti che avessero in circolazione anche *non voting common stock*, negando, in pratica, l'accesso al mercato alle società che avessero diverse classi di azioni<sup>195</sup>. L'*American Stock Exchange* (AMEX)<sup>196</sup>, infine, non

---

<sup>191</sup> Cfr. la sezione § 212, lett. (a), 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. If the certificate of incorporation provides for more or less than 1 vote for any share, on any matter, every reference in this chapter to a majority or other proportion of stock, voting stock or shares shall refer to such majority or other proportion of the votes of such stock, voting stock or shares. [...]".

<sup>192</sup> Sia il NYSE che il NASDAQ permettono l'ammissione alle negoziazioni di categorie azionarie aventi diritti di voto diversi (con voto plurimo, limitato o escluso); non è ammesso, tuttavia, successivamente alla quotazione, ridurre o limitare i diritti di voto delle classi di azioni già in circolazione, ma è permesso emettere ulteriori azioni di una preesistente categoria; cfr. § 313.00 NYSE *Listed Company Manual* e 5640 NASDAQ *Stock Market Rules*.

<sup>193</sup> Cfr. D. R. FISCHER, *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock*, in *U. Chi. L. Rev.*, 1987, 119; D. L. RATNER, *The Government of Business Corporations: Critical Reflections on the Rule of "One Share, One Vote"*, in *Cornell L. Rev.*, 1970, 1.

<sup>194</sup> Il capitale azionario della *corporation* (*equity*) può essere diviso in *common stock* e *preferred stock*, le quali generalmente sono senza diritto di voto e con vantaggi di natura patrimoniale; in aggiunta, si possono emettere differenti classi, dotate di diritti diversi, sia di *common stock* che di *preferred stock*; sulla suddivisione del capitale sociale della *corporation* cfr. in generale W. T. ALLEN – R. H. KRAAKMAN – G. SUBRAMANIAN, *op. cit.*, 118;

<sup>195</sup> Cfr. §§ 308.00, 313.00 e 802.00 del NYSE *Listed Company Manual* del 1983.

<sup>196</sup> L'*American Stock Exchange*, conosciuto anche come *Curb Market*, prese avvio a New York già nei primi anni del 1800 e nel 2008 fu incorporato dal NYSE Euronext (il quale fu, a sua volta, acquisito dal gruppo *Intercontinental Exchange* nel 2013, che, nell'anno successivo, incorporò il segmento Euronext); sulla storia dell'AMEX cfr. R. SOBEL, *AMEX, A History of American Stock Exchange*, Washington, 1972, *passim*.

autorizzava la negoziazione di azioni senza diritto di voto<sup>197</sup>, ma consentiva differenze nei diritti di voto dei titoli emessi, a condizione che ai possessori di azioni con minori poteri amministrativi venisse, comunque, riconosciuta qualche forma di partecipazione alle decisioni sociali<sup>198</sup>.

In questo contesto, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) provò ad armonizzare la disciplina dei diritti di voto degli emittenti, adottando nel 1988 la *Rule 19c-4*, con cui si proibiva di eliminare, restringere o ridurre i poteri di voto delle azioni già in circolazione<sup>199</sup>. Due anni dopo, tuttavia, tale regola veniva invalidata dalla *Court of Appeals* del *District of Columbia*, in quanto eccedente i poteri regolatori della Commissione<sup>200</sup>.

#### 2.9.1. (Segue): Il capitale azionario della società *Alphabet Inc.*

La società *Alphabet Inc.*, con sede a Wilmington, Delaware, fondata nel 2015 quale nuova *holding* di Google Inc. e delle altre società ad essa afferenti (quali YouTube Llc, Calico Llc, etc.) è autorizzata ad emettere, ai sensi dell'art. 4 dell'atto costitutivo, 9.000.000.000 azioni "Class A Common Stock", con valore nominale di \$ 0,001 ciascuna e aventi diritto ad un voto, 3.000.000.000 azioni "Class B Common Stock", di \$ 0,001 ciascuna e con diritto a dieci voti, 3.000.000.000 azioni "Class C Capital Stock", di \$ 0,001 ognuna, senza diritto di voto, e 100.000.000 azioni "Preferred Stock" di \$ 0,001 ciascuna, prive del diritto di voto<sup>201</sup>.

<sup>197</sup> Cfr. § 122 della *AMEX Company Guide* del 1968.

<sup>198</sup> Ai possessori di azioni con minori diritti di voto doveva essere garantita la nomina di almeno un quarto dei componenti dell'organo gestorio e, con riferimento alle altre materie, il rapporto fra i loro diritti di voto e quelli delle altre categorie azionarie non poteva essere superiore a 1:10; per questi rilievi cfr. J. SELIGMAN, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, in *Geo. Wash. L. Rev.*, 1986, 687.

<sup>199</sup> Cfr. S. M. BAINBRIDGE, *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4*, in *Wash. Univ. L. Quart.*, 1991, 565; ID., *The Scope of the SEC's Authority over Shareholder Voting Rights*, 2007, consultabile su <http://ssrn.com/abstract=985707>.

<sup>200</sup> Cfr. *Business Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990); sul tema vedi anche J. A. KIRSHNER, *What Rough Beast... Slouches Towards Bethlehem: Business Roundtable v. SEC and the SEC's Delegated Rulemaking Authority*, in *Ann. Rev. Banking & Fin. L.*, 2006, 541.

<sup>201</sup> Cfr. ALPHABET INC., *Amended and Restated Certificate of Incorporation of Alphabet Inc.*, 2015.

## 2.10. Sudafrica

La materia societaria in Sudafrica è regolata dal *Companies Act*, n. 71 del 2008<sup>202</sup>, così come modificato dal *Companies Amendment Act*, n. 3 del 2011 e dalle *Companies Regulations del 2011*<sup>203</sup>.

Vi è un'ampia libertà nella determinazione dei diritti incorporati nelle azioni; l'art. 36, comma 1, lett. (b), (ii), *Companies Act* 2008 stabilisce, infatti, che, per ogni categoria azionaria<sup>204</sup>, l'atto costitutivo deve specificare, le preferenze, i diritti, le

---

<sup>202</sup> In Sudafrica, la prima legge regolatrice delle società per azioni, sul modello della legislazione inglese, risale al 1926 (*Union of South Africa Companies Act 1926, Act n. 46, 1926*). Il successivo *Companies Act* n. 61, 1973, nonostante gli sforzi di innovazione compiuti per creare una linea di sviluppo più appropriata al contesto nazionale, è rimasto, tendenzialmente, conforme all'impostazione precedente, ricalcando, in vie generali, il sistema britannico. Dall'entrata in vigore del *Companies Act* del 1973, tuttavia, importanti sviluppi sono intervenuti nell'ordinamento legislativo sudafricano. Il più importante è, stato senza dubbio, l'adozione della Costituzione della Repubblica del Sudafrica, approvata in data 4 dicembre 1996 ed entrata in vigore il 4 febbraio 1997. Il *Bill of Rights*, di cui agli articoli 7-39 della carta costituzionale, ha costituito un traguardo democratico fondamentale e ha stabilito alcuni importanti principi, tra cui quello della dignità umana, dell'uguaglianza e della libertà, che hanno influenzato la stagione di riforme dal 1994 in poi e che si ritrovano, specialmente, in alcune importanti misure legislative, come il *Labour Relations Act* n. 65, 1995, l'*Employment Equity Act* n. 55 del 1998, da ultimo modificato dall'*Employment Amendment Act* n. 47 del 2013, lo *Skills Development Act*, n. 97, 1998, e, con particolare riferimento al diritto commerciale, il *Competition Act*, n. 89 del 1998 e il *Promotion of Access to Information Act*, n. 2 del 2000, con cui si è disciplinato l'accesso alle informazioni riguardanti le società. Accanto alle novità legislative, infine, esigenze economiche cogenti di semplificazione e modernizzazione, anche con il dichiarato obiettivo di attrarre capitali stranieri e di snellire il processo di costituzione delle società per azioni, caratterizzato da ingenti vincoli amministrativi che non si riflettevano in maggiori tutele per gli investitori e i soci di minoranza hanno contribuito alla spinta riformatrice che si è conclusa con l'emanazione del *Companies Act*, n. 71 del 2008. Per la ricostruzione del dibattito e dei motivi della riforma cfr. DEPARTMENT OF TRADE AND INDUSTRY. REPUBLIC OF SOUTH AFRICA, *South African Company Law for the 21<sup>st</sup> Century. Guidelines for Corporate Law Reform*, in *Government Gazette* n. 26493, 23 giugno 2004; S. MALHERBE – N. SEGAL, *South Africa: After Apartheid*, in *Corporate Governance in Development*, a cura di C. P. OMAN, OECD Development Center, 2003, 161; per un confronto fra il *Companies Act* del 1973 e quello del 2008 cfr. R. JOOSTE, *The Comparative Guide to the Old and New Companies Act*, Cape Town, 2011, passim.

<sup>203</sup> Cfr. per riferimenti generali al diritto societario in Sudafrica D. DAVIS – F. CASSIM – W. D. GEACH – T. MONGALO – D. BUTLER – L. COETZEE – D. BURDETTE, *Companies and Other Business Structures in South Africa*<sup>3</sup>, Cape Town, 2013, passim; M. HAVENGA – N. LOCKE, *Corporations and Partnerships in South Africa*<sup>2</sup>, Alphen aan den Rijn, 2013, passim; F. H. CASSIM – M. F. CASSIM – R. CASSIM – R. JOOSTE – J. SHEV – J. YEATS, *Contemporary Company Law*<sup>2</sup>, Cape Town, 2012, passim.

<sup>204</sup> Prima della riforma del 2011, le preferenze, i diritti, le limitazioni e le altre condizioni relative alle azioni facenti parte di una stessa categoria potevano essere diverse. L'art. 37, comma 1, nella precedente versione prevedeva infatti che "*All of the shares of any particular class authorised by a company have preferences, rights, limitations and other terms that are identical to those of other shares of the same class, except to the extent that the company's Memorandum of Incorporation provides otherwise*". Il principio

limitazioni e le altre condizioni ad essa associate, non ponendo, in alcun modo, vincoli all'autonomia delle parti<sup>205</sup>; in aggiunta, ai sensi dell'art. 36, comma 1, lett. (c) e (d), è anche possibile che l'atto costitutivo autorizzi l'emissione di un predeterminato numero di azioni senza prevederne, in concreto, il contenuto, ma rimettendo tale facoltà al consiglio di amministrazione – si tratta delle c.d. *unclassified shares*<sup>206</sup> – e/o crei una o più categorie di azioni “vuote”, le cui caratteristiche non siano specificate o siano rimesse alla volontà dell'organo amministrativo<sup>207</sup>.

Ampi poteri sono, quindi, demandati all'organo gestorio nella configurazione delle partecipazioni sociali, tra cui quello di *a)* aumentare o diminuire il numero delle azioni deliberate di qualunque categoria, *b)* modificare la categoria di quelle non ancora emesse; *c)* categorizzare le *unclassified shares* che siano state autorizzate ma non emesse e *d)* regolare i diritti inerenti le azioni autorizzate ai sensi del comma 1, lett. (d), (i) dell'art. 36<sup>208</sup>. In via generale, inoltre, il *board* può emettere nuove azioni, che siano state preventivamente autorizzate, in ogni momento e senza ulteriore consenso degli

---

dell'uguaglianza dei diritti di voto all'interno della medesima categoria si ritrova anche nell'art. 3.28 delle *Listing Rules* del *Johannesburg Stock Exchange* ove si prescrive che “*An issuer shall not issue any securities with voting rights differing from other securities of the same class*”.

<sup>205</sup> “36. (1) *A company's Memorandum of Incorporation [...] (b) must set out, with respect to each class of shares (ii) the preferences, rights, limitations and other terms associated with that class [...]*”.

<sup>206</sup> “36. (1) *A company's Memorandum of Incorporation [...] (c) may authorise a stated number of unclassified shares, which are subject to classification by the board of the company in accordance with subsection (3)(c) [...]*”. Cfr. Sull'argomento anche M. HAVENGA – N. LOCKE, *op. cit.*, 50.

<sup>207</sup> “36. (1) *A company's Memorandum of Incorporation [...] (d) may set out a class of shares (i) without specifying the associated preferences, rights, limitations or other terms of that class; (ii) for which the board of the company must determine the associated preferences, rights, limitations or other terms; and (iii) which must not be issued until the board of the company has determined the associated preferences, rights, limitations or other terms, as contemplated in subparagraph (ii) [...]*”

<sup>208</sup> “36. [...] (3) *Except to the extent that a company's Memorandum of Incorporation provides otherwise, the company's board may*

- (a) increase or decrease the number of authorised shares of any class of shares;*
- (b) reclassify any classified shares that have been authorised but not issued;*
- (c) classify any unclassified shares that have been authorised as contemplated in subsection (1)(c), but are not issued; or*
- (d) determine the preferences, rights, limitations or other terms of shares in a class contemplated in subsection (1)(d). [...]*”.

azionisti<sup>209</sup>, a meno che il potere di voto conferito a una speciale categoria non sia uguale o maggiore al 30% dei diritti di voto preesistenti<sup>210</sup>.

2.10.1. (Segue): *Le azioni con 200 voti della società Rex Trueform Clothing Company Ltd*

La società *Rex Trueform Clothing Company Ltd*, con sede a Cape Town, costituita nel 1937, ha, al 30 giugno 2015, un capitale azionario di 1.777.000 R, suddiviso in 2.905.805 azioni ordinarie con 200 voti, da 0,50 R ciascuna, 17.735.506 azioni di categoria "N" con un voto, da 0,0025 R ciascuna, e 140.000 azioni privilegiate, senza voto, di 2 R ciascuna, con un dividendo preferenziale cumulativo del 6%, tutte quotate presso il *Johannesburg Stock Exchange*<sup>211</sup>.

### 3. *Deroghe con particolari restrizioni al principio one share-one vote*

Un secondo gruppo di ordinamenti ammette, a certe condizioni e con particolari limiti, deviazioni dal principio di stretta proporzionalità fra potere di voto e capitale sociale sottoscritto, potendosi, qui, ulteriormente distinguere tre sottogruppi in base alla portata della deroga concessa, ossia: *a) in maius; b) in minus* o *c) entrambe*.

Si procederà, ora, all'esame proprio di questi ultimi, analizzando nel prosieguo i sistemi che consentono il voto sovrapporzionale, ma negano la possibilità di azioni

---

<sup>209</sup> "38. (1) *The board of a company may resolve to issue shares of the company at any time, but only within the classes, and to the extent, that the shares have been authorized by or in terms of the company's Memorandum of Incorporation, in accordance with section 36. [...]*". Gli amministratori, tuttavia, come previsto dal successivo art. 40, possono emettere azioni solo con *adequate consideration*; tale concetto non trova esplicita definizione; vi possono essere, ad esempio, particolari fatti e circostanze, rientranti nell'alveo dell'*adequate consideration*, che portino l'organo amministrativo ad emettere azioni sotto la pari, cfr. sul punto M. HAVENGA – N. LOCKE, *op. cit.*, 41.

<sup>210</sup> "41. [...] (3) *An issue of shares, securities convertible into shares, or rights exercisable for shares in a transaction, or a series of integrated transactions, requires approval of the shareholders by special resolution if the voting power of the class of shares that are issued or issuable as a result of the transaction or series of integrated transactions will be equal to or exceed 30 percent of the voting power of all the shares of that class held by shareholders immediately before the transaction or series of transactions. [...]*".

<sup>211</sup> Cfr. REX TRUEFORM CLOTHING COMPANY LIMITED, *Annual Financial Statements*, 2015, 28 e ID., *Integrated Annual Report*, 2015, 63. Si noti, inoltre, che al 30 giugno 2015 la capitalizzazione di mercato delle azioni ordinarie è pari a 36.500.000 R, mentre quella delle azioni di categoria "N" è di 195.100.000 R.



prive del diritto di voto, e, infine, quelli che prevedono unicamente alterazioni del tipo  $1 \text{ share} - 0 \leq \text{vote} \leq 1$ .

3.1. *Ordinamenti che permettono, a particolari condizioni, l'emissione di azioni con diritti di voto potenziati, limitati e senza diritti di voto. Francia, Paesi Bassi, Polonia, Ungheria*

In Francia, ai sensi del primo comma dell'art. L225-123 *code de commerce*, nella *société anonyme* gli statuti possono prevedere che sia assegnato un diritto di voto doppio a tutte le azioni interamente liberate, detenute da un medesimo soggetto per un periodo continuativo pari ad almeno due anni<sup>212</sup>. È possibile, inoltre, emettere

---

<sup>212</sup> L'articolo L225-123, comma 1, *code de commerce* stabilisce infatti che "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 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.[...]". Ulteriore requisito ai fini del beneficio del voto doppio era, fino alla modifica apportata dalla *Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014*, che il possessore delle azioni fosse, alternativamente, di nazionalità francese, di uno Stato membro dell'Unione Europea o dello Spazio Economico Europeo. Prima del divieto introdotto dall'art. 6 della *Loi du 26 avril 1930* con cui si precludevano nuove emissioni di azioni a voto plurimo, in Francia era ampiamente diffuso l'utilizzo di categorie azionarie a voti potenziati, la cui legittimità era ritenuta pacifica in dottrina sulla base dell'interpretazione dell'art. 34 *code de commerce*, come modificato dalla *Loi du 16 novembre 1903*, che disponeva "[...] Toute société par actions peut, par délibération de l'assemblée générale constituée dans les conditions prévues par l'article 31 de la loi du 24 juillet 1867, créer des actions de priorité, jouissant des certains avantages sur les autres actions, ou conférant de droits d'antériorité, soit sur les bénéfices, soit sur l'actif social, soit sur les deux, si les statuts n'interdisent point, par une prohibition directe et expresse, la création d'actions de cette nature. Sauf les dispositions contraires des statuts, les actions de priorité et les autres actions ont, dans les assemblées, un droit de vote égal.[...]». Cfr. E. THALLER – P. PIC, *Des Sociétés commerciales*, in *Traité général théorique et pratique de Droit commercial*, Paris, 1908, I, 816; C. LYON CAEN – L. RENAULT, *Des Sociétés*, in *Traité de droit commercial*<sup>4</sup>, Paris, 1909, II, 12; C. HOUPIN – H. BOSVIEUX, *Traité general theorique et pratique des sociétés civiles et commerciales et des associations*<sup>5</sup>, Paris, 1919, I, 333; G. DANOS, *op. cit.*, 34; A. AMIAUD, *op. cit.*; H. SOLUS, *Les Actions à droit de vote privilégié*, in *Revue des Sociétés*, 1923, 359; con la *Loi du 13 novembre 1933* veniva, infine, sancito il principio generale di proporzionalità tra diritto di voto e capitale sottoscritto. Si prevedeva, infatti, al comma 1 dell'art. 1 che "Dans les assemblée des actionnaires, le droit de vote attaché aux actions est obligatoirement proportionnel à la quotité du capital social souscrit qu'elles représentent respectivement, sans préjudice des limitations du nombre de voix dont peut disposer un membre de l'Assemblée, prévues par les articles 27 et 31 de la loi du 24 juillet 1867.", introducendo, tuttavia, al comma 2 del medesimo articolo la facoltà del voto doppio "Toutefois un droit de vote double de celui conféré aux actions au porteur, eu égard à la quotité au capital social qu'elles représentent, peut être attribué: soit par les statuts aux actions nominatives libérées dès l'origine, soit par ces statuts ou une Assemblée générale extraordinaire ultérieure, à toutes les actions libérées, pour lesquelles il sera, justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire; le tout sous réserve des dispositions statutaires relatives aux actionnaires de nationalité étrangère, et aussi, des dispositions de l'article 3 ci-après. Ce droit de vote double cesse de plein droit et nonobstant toute clause contraire pour toute action ayant fait l'objet d'une conversion au porteur ou d'un transfert. Néanmoins n'interrompra pas le délai de deux ans ci-dessus fixé ou conservera le droit acquis

azioni privilegiate senza diritto di voto per un importo non superiore alla metà o, nel caso si tratti di società con azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato, al quarto del capitale sociale, come previsto dall'art. L. 228-11 *code de commerce*<sup>213</sup>.

In Olanda, il Libro II del codice civile (*Burgerlijk Wetboek*) regola due tipi societari il cui capitale è suddiviso in azioni e che godono del beneficio della responsabilità limitata: la *Naamloze Vennootschap* o NV e la *Besloten Vennootschap* o BV<sup>214</sup>.

Con riferimento alla NV, l'art. 118, comma 1, *Burgerlijk Wetboek* prevede, innanzitutto, che ogni azionista debba avere almeno un voto<sup>215</sup>; ai sensi del secondo comma del medesimo articolo, se il capitale sociale deliberato è suddiviso in azioni di uguale valore nominale, ogni socio esercita un numero di voti pari alle azioni possedute<sup>216</sup>; nel caso in cui, invece, il capitale sociale sia formato da azioni di diverso valore nominale, allora i diritti di voto saranno uguali al rapporto fra l'ammontare totale del capitale detenuto e l'inferiore fra i valori (nominali) delle azioni emesse dalla

---

*tout transfert du nominatif au nominatif par suite de succession ab intestat ou testamentaire ou de partage de communauté de biens entre époux. Il en sera de même en cas de donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible."*

<sup>213</sup> "Lors de la constitution de la société ou au cours de son existence, il peut être créé des actions de préférence, avec ou sans droit de vote, assorties de droits particuliers de toute nature, à titre temporaire ou permanent. Ces droits sont définis par les statuts dans le respect des dispositions des articles L. 225-10 et L. 225-122 à L. 225-125.

*Le droit de vote peut être aménagé pour un délai déterminé ou déterminable. Il peut être suspendu pour une durée déterminée ou déterminable ou supprimé.*

*Les actions de préférence sans droit de vote ne peuvent représenter plus de la moitié du capital social, et dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, plus du quart du capital social. [...]"*. Cfr. in generale sul diritto societario in Olanda B. BIER – M. J. VAN GINNEKEN – M. KROEZE, *Sdu Commentaar Ondernemingsrecht*, Al Den Haag, 2015, passim; C. D. J. BULTEN – A. F. J. A. LEIJTEN – M. L. LENNARTS, *Ondernemingsrecht*, Alphen aan den Rijn, 2014, passim; W. J. SLAGTER – J. C. K. W. BARTEL – H. BECKMAN, *Compendium van het ondernemingsrecht*, Alphen aan den Rijn, 2014, 447 e ss.

<sup>214</sup> La *Naamloze Vennootschap* è regolata dagli articoli 64 e seguenti, mentre la *Besloten Vennootschap* dagli articoli 175 e seguenti del *Burgerlijk Wetboek*. Le principali differenze fra i due tipi sociali concernono il regime delle azioni, che nella NV possono essere nominative o al portatore, invece nella BV, come previsto dall'art. 175, comma 1, solo *naam gesteld*, e la possibilità di ammettere i propri titoli alla negoziazione in un mercato regolamentato, prevista solo per la NV.

<sup>215</sup> "[...] *Iedere aandeelhouder heeft ten minste één stem* [...]"

<sup>216</sup> "[...] *Indien het maatschappelijk kapitaal in aandelen van een zelfde bedrag is verdeeld, brengt iedere aandeelhouder zoveel stemmen uit als hij aandelen heeft*. [...]"

società<sup>217</sup>. Tali disposizioni possono essere derogate, stabilendo nell'atto costitutivo, ex art. 118, comma 5, che ogni azionista non possa avere più di 6 o 3 voti, rispettivamente se il capitale sociale sia diviso in un numero maggiore o minore di 100 azioni. Non possono, infine, emettersi azioni senza voto.

La disciplina delle BV, a seguito della riforma introdotta dalla legge *Wet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht* del 18 giugno 2012, è, invece, molto più flessibile.

*In primis*, ai sensi dell'art. 228, comma 4, *Burgerlijk Wetboek* l'atto costitutivo può ammettere che i diritti di voto siano svincolati dal numero delle azioni sottoscritte o dalla porzione di capitale nominale rappresentata, potendosi così creare, senza limiti di sorta, categorie azionarie sia con voti multipli che inferiori a 1<sup>218</sup>; in aggiunta, sarà parimenti possibile che a determinate classi di azioni non sia attribuito alcun voto<sup>219</sup>.

In Polonia, la *spółka akcyjna*, il tipo societario analogo della società per azioni, è regolata dagli articoli 301 e seguenti del *Kodeks spółek handlowych* del 15 settembre 2000 (*Ustawa z dnia 15 września 2000 r.*)<sup>220</sup>.

---

<sup>217</sup> “[...] *Indien het maatschappelijk kapitaal in aandelen van verschillend bedrag is verdeeld, is het aantal stemmen van iedere aandeelhouder gelijk aan het aantal malen, dat het bedrag van het kleinste aandeel is begrepen in het gezamenlijk bedrag van zijn aandelen; gedeelten van stemmen worden verwaarloosd. [...]*”. Un esempio può aiutare meglio a chiarire quanto detto. Si pensi ad una società con capitale nominale di Euro 10.000, suddiviso in 10 azioni “A” di Euro 100 e 900 azioni “B” di Euro 10; alle prime spetteranno 10 voti (100/10) e alle seconde 1 voto (10/10).

<sup>218</sup> “[...] *Van de leden 2 en 3 kan bij de statuten worden afgeweken. Een dergelijke statutaire regeling geldt voor alle besluiten van de algemene vergadering. Een besluit tot statutenwijziging dat een wijziging in het stemrecht betreft, kan slechts worden genomen met algemene stemmen in een vergadering waarin het gehele geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd. [...]*”.

<sup>219</sup> Non è prevista una porzione massima del capitale sociale rappresentata da azioni senza voto. L'art. 228, comma 5, stabilisce, infatti, che *“In afwijking van de leden 1 tot en met 4 kunnen de statuten bepalen dat aan aandelen geen stemrecht in de algemene vergadering is verbonden. Een dergelijke regeling kan slechts worden getroffen ten aanzien van alle aandelen van een bepaalde soort of aanduiding waarvan alle aandeelhouders instemmen of waarvan voor de uitgifte in de statuten is bepaald dat daaraan geen stemrecht in de algemene vergadering is verbonden. De aandelen worden in de statuten als stemrechtloos aangeduid. Ten aanzien van stemrechtloze aandelen kan niet op grond van artikel 216 lid 7 worden bepaald dat zij geen recht geven tot deling in de winst of de reserves van de vennootschap”*.

<sup>220</sup> Sulle società commerciali in Polonia v. per riferimenti generali A. KOCH – J. NAPIERALA, *Prawo spółek handlowych*, Warszawa, 2015, passim; J. CISZEWSKI – M. GLICZ – B. GLINIECKI – M. COLPO – R.

Le azioni privilegiate nei diritti di voto, necessariamente nominative, possono incorporare non più di due voti<sup>221</sup>; è data facoltà agli statuti, inoltre, di ammettere, senza limitazioni di sorta, azioni prive di voto con dividendi preferenziali, i quali non potranno comunque eccedere il 50% di quelli distribuiti alle altre categorie azionarie<sup>222</sup>.

In Ungheria, l'equivalente della società per azioni è costituito dalla *részvénytársaság* (Rt) che, ai sensi dell'art. 3:211 del codice civile ungherese (*Polgári Törvénykönyvről*) può essere pubblica (*Nyilvánosan Működő Részvénytársaság* (Nyrt)), se le proprie azioni sono quotate, o privata (*Zártkörűen Működő Részvénytársaság* (Zrt)) nel caso contrario<sup>223</sup>.

Diverse categorie di azioni sono configurabili a mente dell'art. 3:228, ma, in ogni caso, il capitale sociale deve essere rappresentato per una percentuale superiore al 50% da azioni ordinarie<sup>224</sup>.

Le azioni con diritti di voto privilegiati sono regolate dall'art. 3:232, comma 1, ove, relativamente alle società per azioni pubbliche (Nyrt), viene stabilito che il

---

MOREK – A. STEPIEN SPOREK – C. TRZCIŃSKI – E. WIECZOREK – A. WOWERKA, *Polskie prawo handlowe*, Warszawa, 2015, passim.

<sup>221</sup> Se le azioni nominative a voto plurimo vengono convertite in titoli al portatore, il privilegio cessa di esistere. Cfr. art. 352 *Kodeks spółek handlowych*: “*Jednej akcji nie można przyznać więcej niż dwa głosy. W przypadku zamiany takiej akcji na akcję na okaziciela lub w razie jej zbycia wbrew zastrzeżonym warunkom uprzywilejowanie to wygasa.*”

<sup>222</sup> L'art. 353 prevede, infatti, che: “§ 1. *Akcje uprzywilejowane w zakresie dywidendy mogą przyznawać uprawnionemu dywidendę, która przewyższa nie więcej niż o połowę dywidendę przeznaczoną do wypłaty akcjonariuszom uprawnionym z akcji nieuprzywilejowanych.*

§ 2. *Akcje uprzywilejowane w zakresie dywidendy nie korzystają z pierwszeństwa zaspokojenia przed pozostałymi akcjami.*

§ 3. *Wobec akcji uprzywilejowanej w zakresie dywidendy może być wyłączone prawo głosu (akcje nieme). Przepisów § 1 i 2 nie stosuje się do akcji niemych. Wyłączenie przepisu § 1 nie dotyczy zaliczek na poczet dywidendy. [...]*”

<sup>223</sup> In generale sul diritto societario in Ungheria cfr. I. SÁNDOR, *Tanulmányok a társasági jog területéről*, Budapest, 2015, passim; T. SÁRKÖZY, *Üzleti jog*, Budapest, 2008, passim; A. KISFALUDI, *Társasági jog*, Budapest, 2007, passim.

<sup>224</sup> Cfr. 3:229 [*Törzsrészvény*]:

“(1) *Törzsrészvény az olyan részvény, amely nem tartozik az elsőségi, a dolgozói, a kamatozó, a visszaváltható vagy az alapszabályban nevesített egyéb részvényfajtába.*

(2) *A részvénytársaság által kibocsátott törzsrészvények össznévértékének mindenkor meg kell haladnia a részvénytársaság alaptőkéjének a felét.*

Le azioni possono avere inoltre diversi valori nominali (artt. 3:212, 3:213, 3:214, 3:215).

numero massimo di voti attribuibili ad ogni azione non può eccedere di più di dieci volte il numero di voti rappresentato dal valore nominale della stessa<sup>225</sup>. In aggiunta, a norma dell'art. 3:233, nelle *Zártkörűen Működő Részvénytársaság* può essere conferito a una speciale categoria di azioni il diritto di nominare uno o più membri dell'organo gestorio o di controllo<sup>226</sup>.

Il diritto di voto, infine, può essere limitato o escluso solo ove ciò venga compensato da un privilegio nella distribuzione dei dividendi<sup>227</sup>.

<sup>225</sup> Cfr. 3:232 [Szavazatelsőbbségi részvény]:

*“(1) A szavazatelsőbbségi jogot biztosító részvény alapján a részvényes az alapszabályban meghatározott mértékű többszörös szavazati jogot gyakorolhat. Nyilvánosan működő részvénytársaságnál az egy részvényhez kapcsolódó szavazati jog nem haladhatja meg a részvény névértékéhez igazodó szavazati jog tízszeresét; az alapszabály ettől eltérő rendelkezése semmis. [...]”*

Si pensi ad una società con capitale di 10.000.000 HUF, suddiviso in 10.000 azioni “A” di 100 HUF, 400.000 azioni “B” di 10 HUF, 5.000.000 azioni “C” di 1 HUF ciascuna; in questo caso le azioni di categoria “A” avrebbero normalmente 100 voti, quelle di categoria “B” 10 e quelle di categoria “C” 1, rappresentando, rispettivamente, il 10%, il 40% e l’50% del totale dei diritti di voto. Lo statuto potrebbe prevedere, tuttavia, che le azioni di categoria “A” abbiano 1.000 voti, fermi restando i voti degli altri titoli azionari. In tale ipotesi, i possessori delle azioni “A” avrebbero complessivamente il 66,6% dei poteri di voto (10.000.000 di voti su un totale di 15.000.000).

<sup>226</sup> Non vi sono limiti circa il numero massimo dei componenti che possono essere nominati da una speciale categoria di azioni, di modo che anche a una percentuale irrisoria del capitale sociale (come ad esempio lo 0,1%) può essere assegnato il diritto di scegliere la totalità dei membri degli organi di amministrazione e controllo. Cfr. 3:233 [Vezető tisztségviselő, felügyelőbizottsági tag kijelölésére vonatkozó elsőbbségi részvény]:

*“(1) A vezető tisztségviselő kijelölésére vonatkozó elsőbbségi részvény alapján a részvényesek az alapszabályban meghatározott módon és eljárási rendben jogosultak az igazgatóság egy vagy több tagjának a kijelölésére, akik a kijelölés elfogadásával az igazgatóság tagjává válnak.*

*(2) Ha az elsőbbségi részvényesek az alapszabályban előírt eljárási rendben és az ott meghatározott határidőn belül nem jelölik ki a vezető tisztségviselőt, a vezető tisztségviselő megválasztásának joga az erre egyébként jogosult társasági szervet illeti meg az általános szabályok szerint.*

*(3) Az elsőbbségi részvényesek jogosultak az általuk kijelölt igazgatósági tag visszahívására. Az alapszabályban meghatározott feltételek bekövetkezte esetén az elsőbbségi részvényesek kötelesek az általuk kijelölt igazgatósági tag visszahívására. Ha e kötelezettségüknek az alapszabályban meghatározott határidőn belül nem tesznek eleget, a visszahívás joga a vezető tisztségviselő visszahívására egyébként jogosult társasági szervet illeti meg. A visszahívott vezető tisztségviselő helyett ilyen esetben is az elsőbbségi részvényesek jelölhetnek ki új vezető tisztségviselőt.*

*(4) Vezető tisztségviselő kijelölésére vonatkozó elsőbbségi részvény nem bocsátható ki, ha a részvénytársaságnál az igazgatóság jogkörét vezérigazgató gyakorolja.*

*(5) A felügyelőbizottsági tag kijelölésére vonatkozó elsőbbségi részvény alapján a felügyelőbizottsági tag kijelölésére, illetve visszahívására az (1)-(3) bekezdésben foglalt szabályokat kell megfelelően alkalmazni.*

*(6) Nyilvánosan működő részvénytársaság nem bocsáthat ki vezető tisztségviselő, illetve felügyelőbizottsági tag kijelölésére vonatkozó elsőbbségi részvényt.”*

<sup>227</sup> Cfr. 3:231 [Osztalékelsőbbségi részvény]

3.2. *Sistemi che ammettono il voto sovrapporzionale ma non contemplano le azioni (interamente) prive del diritto di voto. Argentina, Svezia, Svizzera*

La *Ley General de Sociedades* n° 19.550 del 1984, da ultimo modificata dalla Ley n° 26.994 del 2014, prevede all'art. 216, quale regola di *default*, che nella *sociedad anónima* argentina ogni azione ordinaria dia diritto ad un voto<sup>228</sup>. Lo statuto, tuttavia, come prescritto nel prosieguo dell'articolo, fino a quando la società non sia stata autorizzata ad offrire al pubblico i propri titoli, può creare classi che riconoscano fino a un massimo di 5 voti per azione ordinaria, le quali non potranno godere di privilegi patrimoniali<sup>229</sup>. Le azioni di preferenza, a cui siano, invece, riconosciuti tali vantaggi, potranno essere private del voto, fatta eccezione per alcune delle materie riservate alla competenza dell'assemblea straordinaria, di cui all'art. 214, comma 4<sup>230</sup>.

La possibilità di emettere differenti categorie di azioni, fornite di diritti diversi, è espressamente riconosciuta anche nell' *aktiebolag* (AB) svedese dalla sezione 2§ del

---

“(1) Az osztalékelsőbbiséget biztosító részvény a részvényesek között felosztható adózott eredményből a más részvényfajtába és részvényosztályba tartozó részvényeknél kedvezőbb mértékben jogosít osztalékra.

(2) Ha az osztalékelsőbbiségi részvényhez kapcsolódó szavazati jogot az alapszabály korlátozza vagy kizárja, és a részvénytársaság valamely üzleti évben nem fizet osztalékot az osztalékelsőbbiségi részvényeseknek, vagy a kifizetett osztalék nem éri el az osztalékelsőbbiségi részvény alapján járó osztalék mértékét, az osztalékelsőbbiségi részvény alapján a szavazati jog a következő üzleti évre vonatkozó éves beszámoló elfogadásáig korlátozás nélkül gyakorolható.”

<sup>228</sup> In generale sul diritto delle *sociedades anónimas* in Argentina v. A. V. VERÓN, *Tratado de las sociedades anónimas*, Buenos Aires, 2008 passim; M. L. PERCIAVALLE – J. L. SIRENA, *Sociedades anónimas*<sup>2</sup>, Buenos Aires, 2009, passim; O. R. GÓMEZ LEO – S. BALBÍN, *Sociedad anónima*, in *Tratado de derecho comercial y empresario. Sociedades*, Buenos Aires, 2013, passim.

<sup>229</sup> Cfr. art. 216 *Ley General de Sociedades* 19.550: “Cada acción ordinaria da derecho a un voto. El estatuto puede crear clases que reconozcan hasta cinco votos por acción ordinaria. El privilegio en el voto es incompatible con preferencias patrimoniales.

No pueden emitirse acciones de voto privilegiado después que la sociedad haya sido autorizada a hacer oferta pública de sus acciones.”

<sup>230</sup> Le azioni completamente prive del diritto di voto non sono ammissibili nell'ordinamento argentino. L'art. 217, comma 1, prevede infatti che: “Las acciones con preferencia patrimonial pueden carecer de voto, excepto para las materias incluidas en el cuarto párrafo del artículo 244, sin perjuicio de su derecho de asistir a las asambleas con voz. [...]”. Le materie in cui, in ogni caso, anche le azioni di preferenza avranno diritto di voto sono, a norma dell'art. 244, comma 4, le seguenti: “[...] la transformación, prórroga o reconducción, excepto en las sociedades que hacen oferta pública o cotización de sus acciones; de la disolución anticipada de la sociedad; de la transferencia del domicilio al extranjero, del cambio fundamental del objeto y de la reintegración total o parcial del capital, tanto en la primera cuanto en segunda convocatoria [...]”.

capitolo 4 dell'*Aktiebolagslag* (2005:551)<sup>231</sup>. Ai sensi della successiva sezione 5§ del medesimo capitolo, rubricata *Röstoärdesskillnader* (Differenze nei diritti di voto), ogni azione non può incorporare voti che siano più di dieci volte maggiori di quelli di ogni altra azione; ne consegue, da un parte, che il limite nei voti attribuibili viene determinato in modo relativo, potendosi così ipotizzare anche azioni con voto plurimo, aventi 1 voto, nel caso siano state emesse dalla stessa società azioni con 0,1 voti e, dall'altra, che, in ogni caso, non saranno configurabili titoli azionari privi del diritto di voto.

Il voto potenziato è, altresì, ammissibile nella Confederazione Elvetica<sup>232</sup>.

A norma dell'art. 692 del codice delle obbligazioni, legge federale del 30 marzo 1911 di complemento del codice civile svizzero, gli azionisti esercitano il diritto di voto nell'assemblea generale in proporzione del valore nominale complessivo delle azioni che possiedono<sup>233</sup> ed ogni azionista ha almeno un voto anche se possiede una sola azione<sup>234</sup>; tuttavia, come disposto dall'art. 693, lo statuto può determinare il diritto di voto secondo il numero delle azioni appartenenti a ciascun azionista, senza riguardo al loro valore nominale, di modo che ogni azione dia diritto ad un voto. Per comprendere meglio quanto detto può essere utile portare ad esempio lo statuto della società *The Swatch Group SA*.

---

<sup>231</sup> Cfr. "Föreskrifter om olika aktieslag 2 § I bolagsordningen får det föreskrivas att aktier av olika slag skall finnas eller kunna ges ut. En sådan föreskrift skall innehålla uppgift om 1. olikheterna mellan aktieslagen, och 2. antalet eller andelen aktier av varje slag. [...]". In generale cfr. sul diritto delle società in Svezia T. SANDSTRÖM, *Svensk aktiebolagsrätt*, Stockholm, 2015, passim; S. ANDERSSON – S. JOHANSSON – R. SKOG, *Aktiebolagslagen*, Stockholm, 2015, passim; C. HEMSTRÖM – M. GIERTZ, *Bolagens rättsliga ställning*, Stockholm, 2013, passim.

<sup>232</sup> Sul diritto societario svizzero cfr. F. CHAUDET – A. CHERPILLOD – J. C. LANDROVE, *Droit suisse des affaires*, Bâle, 2010, passim; M. BAUEN – R. BERNET – N. ROULLER, *La société anonyme suisse*, Genève, 2008, passim; A. MEYER HAYOZ – P. FORSTMOSER, *Schweizerisches Gesellschaftsrecht*, Bern, 2007, passim.

<sup>233</sup> Le azioni, infatti, analogamente a quanto previsto nel diritto olandese, possono avere valori nominali differenti.

<sup>234</sup> Non sono pertanto ammissibili azioni prive del diritto di voto, ma, lo statuto potrà limitare il numero dei voti spettanti ai possessori di più azioni, ex art. 692, comma 2. È possibile, in aggiunta, emettere, a fronte di un conferimento, buoni di partecipazione, senza diritto di voto, per un ammontare non superiore al doppio del capitale azionario, come previsto dagli articoli 656a e 656b.

3.2.1. (Segue): *Le azioni a voto potenziato della società The Swatch Group SA*

La società *The Swatch Group SA* (o *The Swatch Group AG*), con sede a Neuchâtel, ha un capitale azionario di 125.210.250 CHF, suddiviso in 124.045.000 azioni nominative di valore nominale pari a 0,45 CHF ciascuna e 30.840.000 azioni al portatore di valore nominale pari a 2,25 CHF ciascuna<sup>235</sup>. Secondo la regola di *default*, di cui all'art. 692 del codice delle obbligazioni elvetico, alle prime sarebbero spettati complessivamente il 44,58% dei diritti di voto, mentre alle seconde il 55,42%, ciò significando che i voti delle azioni nominative e quelli delle azioni al portatore si sarebbero espressi secondo il rapporto 1:5<sup>236</sup>. L'art. 16 dello statuto sociale prevede, tuttavia, che ad ogni azione sia attribuito un voto. In tal caso, le azioni nominative, che rappresentano il 44,58% del capitale, avranno l'80,09% (124.045.000 su un totale di 154.885.000) dei diritti di voto<sup>237</sup>, mentre le azioni al portatore, equivalenti al 55,42%, eserciteranno solamente il 19,91% dei voti.

3.3. *1 share – 0 ≤ vote ≤ 1. Austria, Belgio, Brasile, Germania, Grecia, Lussemburgo, Portogallo, Slovenia, Spagna.*

Tutti gli ordinamenti analizzati, che non consentono il voto plurimo ma ammettono azioni con diritti di voto sottoproporzionali rispetto alla partecipazione al capitale sociale, richiedono che il sacrificio nel potere deliberativo sia compensato da un vantaggio di natura patrimoniale.

Così l'AktG austriaco, nel disciplinare lo *Stimmrecht* nell'*Aktiengesellschaft*, stabilisce alla sezione §12 che ogni azione attribuisce un voto e che non è consentito il voto plurimo<sup>238</sup>; la successiva sezione §12a consente, tuttavia, la creazione di azioni

<sup>235</sup> Cfr. THE SWATCH GROUP AG, *Statuten*, 2015, 1.

<sup>236</sup> Tale quoziente deriva appunto dal rapporto fra i valori nominali delle azioni nominative con quelle al portatore.

<sup>237</sup> Chi detenga almeno il 62,43% delle azioni nominative (pari al 27,83% del capitale sociale) avrà pertanto la maggioranza assoluta dei diritti di voto (77.442.501 voti su 154.885.000).

<sup>238</sup> Nella medesima sezione si ammettono, inoltre, il voto divergente e le limitazioni al diritto di voto in ragione del possesso azionario, cfr. §12 AktG: "(1) Jede Aktie gewährt das Stimmrecht. Das Stimmrecht wird nach dem Verhältnis der Aktiennennbeträge, bei Stückaktien nach deren Zahl ausgeübt. Ein Aktionär kann für verschiedene Aktien unterschiedlich abstimmen."



preferenziali nella distribuzione degli utili, anche prive del diritto di voto, per un ammontare non superiore al terzo del capitale sociale<sup>239</sup>.

In Belgio, l'art. 541 *code des sociétés* prescrive quale principio generale che, se le azioni nella *société anonyme* sono dello stesso valore (nominale), ciascuna conferisce il diritto ad un voto, aggiungendo che, qualora abbiano valori diversi, ognuna incorpora tanti voti quanta la porzione di capitale sociale rappresentata<sup>240</sup>. Possono comunque emettersi, come stabilito dall'art. 480 *code des sociétés*, azioni prive del diritto di voto<sup>241</sup> fino a un terzo del capitale sociale, le quali dovranno necessariamente recare un privilegio di natura patrimoniale<sup>242</sup>.

---

(2) Für den Fall, dass ein Aktionär mehrere Aktien besitzt, kann die Satzung das Stimmrecht durch Festsetzung eines Höchstbetrags oder von Abstufungen beschränken.

(3) Mehrstimmrechtsaktien sind unzulässig." Cfr. sul diritto delle società in Austria A. WEILINGER, *Unternehmensrecht*, Wien, 2015, passim; P. DORALT – C. NOWOTNY – S. KALSS, *Kommentar zum Aktiengesetz*<sup>2</sup>, Wien, 2012, passim; R. STRASSER – P. JABORNEGG, *op. cit.*, passim.

<sup>239</sup> Cfr. §12a AktG: "(1) Für Aktien, die mit einem nachzuzahlenden Vorzug bei der Verteilung des Gewinns ausgestattet sind, kann das Stimmrecht ausgeschlossen werden (Vorzugsaktien ohne Stimmrecht). Mit Ausnahme des Stimmrechts gewähren solche Vorzugsaktien die jedem Aktionär aus der Aktie zustehenden Rechte. (2) Vorzugsaktien ohne Stimmrecht dürfen nur bis zu einem Drittel des Grundkapitals ausgegeben werden. Wird der Vorzugsbetrag bei der Verteilung des Gewinns in einem Jahr nicht oder nicht vollständig gezahlt und der Rückstand im darauffolgenden Jahr nicht neben dem vollen Vorzug dieses Jahres nachgezahlt, so haben die Vorzugsaktionäre das Stimmrecht so lange, bis die Rückstände nachgezahlt sind."

<sup>240</sup> Cfr. l'art. 541 *code des sociétés*: "Lorsque les actions sont de valeur égale, chacune donne droit à une voix. Lorsqu'elles sont de valeur inégale ou que leur valeur n'est pas mentionnée, chacune d'elles confère de plein droit un nombre de voix proportionnel à la partie du capital qu'elle représente, en comptant pour une voix l'action représentant la quotité la plus faible; il n'est pas tenu compte des fractions de voix, excepté dans les cas prévus à l'article 560. [...] ». Per riferimenti generali al diritto delle società in Belgio cfr. AA. VV., *Droit des sociétés commerciales*, a cura di M. COIPEL, Waterloo, 2012, passim; AA. VV., *Droit des sociétés – Millésime 2011*, diretto da Y. De Cordt – A. P. André Dumont, Bruxelles, 2011, passim; AA. VV., *Société anonyme*, diretto da Y. De Cordt, Bruxelles, 2014, passim.

<sup>241</sup> Fatta eccezione per le materie di cui all'art. 481 *code des sociétés*, nelle quali ogni azionista avrà in ogni caso diritto di voto, specificatamente: "[...] suppression ou sur une limitation du droit de préférence, sur l'autorisation à donner au conseil d'administration d'augmenter le capital en supprimant ou en limitant le droit de préférence, sur la réduction du capital social, sur la modification de l'objet social, sur la transformation de la société ou sur la dissolution, la fusion ou la scission de la société [...]".

<sup>242</sup> Cfr. l'art. 480 *code des sociétés*: "En cas d'émission d'actions sans droit de vote, celles-ci :

1° ne peuvent représenter plus d'un tiers du capital social;

2° doivent conférer, en cas de bénéfice distribuable au sens de l'article 617, le droit à un dividende privilégié et, sauf disposition contraire des statuts, récupérable, dont le montant est fixé au moment de l'émission, ainsi qu'un droit dans la répartition de l'excédent des bénéfices qui ne peut être inférieur à celui attribué aux actions avec droit de vote;

La *lei* n. 6.404 del 15 dicembre 1976 sulle *sociedades por ações* in Brasile<sup>243</sup>, da ultimo modificata dalla *lei* n. 13.129 del 26 maggio 2015, dispone al comma 1 dell'art. 110 che ad ogni azione ordinaria corrisponde un voto nell'assemblea generale; a tale regola è possibile derogare solo *in minus*, potendosi configurare, a norma dell'art. 15, azioni di preferenza con voto limitato o senza diritto di voto<sup>244</sup>, per un importo non superiore alla metà del capitale sociale<sup>245</sup>; mentre è fatto espresso divieto del voto plurimo, ex art. 110, comma 3<sup>246</sup>.

Nell'*Aktiengesellschaft* tedesca<sup>247</sup>, come previsto dalla sezione § 12 AktG, ogni azione attribuisce un voto, potendosi, comunque, emettere azioni privilegiate

---

*3° doivent conférer un droit privilégié au remboursement de l'apport en capital augmenté, le cas échéant, de la prime d'émission et un droit dans la distribution du boni de liquidation qui ne peut être inférieur à celui attribué aux titulaires d'actions avec droit de vote."*

<sup>243</sup> Per riferimenti generali al diritto societario in Brasile cfr. A. PAES DE ALMEIDA, *Manual Das Sociedades Comerciais*<sup>20</sup>, São Paulo, 2012, passim; M. CARVALHOSA, *Comentários À Lei de Sociedades Anônimas*<sup>6</sup>, 2014, passim; F. U. COELHO, *Tratado de Direito Comercial. Sociedade Anônima*, São Paulo, 2015, 3, passim.

<sup>244</sup> Le azioni di preferenza dovranno avere un vantaggio patrimoniale che potrà consistere, ai sensi dell'art. 17 della *lei* n. 6.404 del 15 dicembre 1976, in un privilegio nella distribuzione dei dividendi, in una preferenza nel rimborso del capitale o in entrambi; art. 17: "*As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir:*

*I - em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo;*

*II - em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou*

*III - na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II."*

<sup>245</sup> L'art. 15 prevede infatti che: "*[...] § 2 O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas."*

<sup>246</sup> Cfr. l'art. 110: "*[...] § 2º É vedado atribuir voto plural a qualquer classe de ações."*

<sup>247</sup> In generale, sul diritto societario tedesco cfr. M. HOFFMANN BECKING – A. AUSTMANN – H. BUNGER – A. HERFS – E. T. KRAFT – G. KRIEGER – O. RIECKERS – V. SAILER COCEANI – K. S. SCHOLZ – G. WIESNER, *Aktiengesellschaft*<sup>4</sup>, in *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts*, München, 2015, 4, passim; T. RAISER – R. VEIL, *Recht der Kapitalgesellschaften*<sup>6</sup>, München, 2015, passim; G. MANZ – B. MAYER – A. SCHRÖDER, *Die Aktiengesellschaft*<sup>7</sup>, Berlin, 2014, passim.

(*Vorzugsaktien*) senza diritto di voto<sup>248</sup> per un importo non superiore al 50% del capitale sociale<sup>249</sup>; è esplicitamente vietato, invece, il voto multiplo<sup>250</sup>.

L'ordinamento greco<sup>251</sup> è l'unico fra quelli esaminati che, pur ammettendo, con riferimento all' *ανώνυμη εταιρεία*, azioni limitate o prive del diritto di voto solo a seguito di un vantaggio nei diritti patrimoniali, non pone limiti quantitativi alla loro emissione<sup>252</sup>. Come specificato dall'art. 30 *Νόμος 2190/1920, Περί Ανώνυμων Εταιριών*, i diritti incorporati nelle azioni sono sempre proporzionali alla quota di capitale

---

<sup>248</sup> Cfr. § 12 AktG: "(1) Jede Aktie gewährt das Stimmrecht. Vorzugsaktien können nach den Vorschriften dieses Gesetzes als Aktien ohne Stimmrecht ausgegeben werden. [...]". Il privilegio patrimoniale può consistere in un dividendo prioritario o maggiorato; la sezione § 139 AktG prescrive infatti che: "(1) Für Aktien, die mit einem Vorzug bei der Verteilung des Gewinns ausgestattet sind, kann das Stimmrecht ausgeschlossen werden (Vorzugsaktien ohne Stimmrecht). Der Vorzug kann insbesondere in einem auf die Aktie vorweg entfallenden Gewinnanteil (Vorabdividende) oder einem erhöhten Gewinnanteil (Mehrdividende) bestehen. Wenn die Satzung nichts anderes bestimmt, ist eine Vorabdividende nachzuzahlen. [...]".

<sup>249</sup> Cfr. § 139 AktG: "[...] (2) Vorzugsaktien ohne Stimmrecht dürfen nur bis zur Hälfte des Grundkapitals ausgegeben werden."

<sup>250</sup> Cfr. § 12 AktG: "[...] (2) Mehrstimmrechte sind unzulässig." Si noti che prima dell'introduzione del *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, "KonTraG"* del 1998 l'emissione di azioni a voto plurimo era consentita previa autorizzazione ministeriale.

<sup>251</sup> Sul diritto societario in Grecia cfr. Θ. Ν. ΣΤΙΓΚΑΣ, *Εταιρικό δίκαιο. Ανώνυμες εταιρίες*<sup>2</sup>, Αθήνα, 2007, passim; Β. Γ. ΑΝΤΩΝΟΠΟΥΛΟΣ, *Ανώνυμες εταιρίες*, Αθήνα, 2013, passim; Σ. Δ. ΨΥΧΟΜΑΝΗΣ, *Δίκαιο εμπορικών εταιριών*, Αθήνα, 2013, passim.

<sup>252</sup> Fra i vantaggi di natura patrimoniale, può essere concessa una quota fissa o variabile degli utili distribuiti dalla società, ovvero, anche un interesse fisso, cfr. art. 3 *Νόμος 2190/1920, Περί Ανώνυμων Εταιριών* in cui si prevede che: "1. Επιτρέπεται να ορίζεται με διατάξεις του καταστατικού προνόμιο υπέρ μετοχών. Το προνόμιο αυτό συνίσταται στη μερική ή ολική απόληψη, πριν από τις κοινές μετοχές, του διανεμόμενου μερίσματος, σύμφωνα με τις ειδικότερες διατάξεις του καταστατικού, και στην προνομιακή απόδοση του καταβληθέντος από τους κατόχους των προνομιούχων μετοχών κεφαλαίου από το προϊόν της εκκαθάρισης της εταιρικής περιουσίας, συμπεριλαμβανομένης της συμμετοχής τούτων στα υπέρ το άρτιο ποσά, που είχαν τυχόν καταβληθεί Ομοίως, επιτρέπεται να ορίζεται ότι σε περίπτωση μη διανομής μερίσματος σε μια ή περισσότερες χρήσεις, το προνόμιο υπέρ των μετοχών αφορά στην προνομιακή καταβολή μερισμάτων και για τις χρήσεις κατά τις οποίες δεν έγινε διανομή μερίσματος.

2. Το καταστατικό μπορεί να ορίζει ότι οι προνομιούχες μετοχές παρέχουν σταθερό μέρισμα ή ότι συμμετέχουν εν μέρει μόνο στα κέρδη της εταιρείας. Χορήγηση άλλων προνομίων περιουσιακής φύσης, περιλαμβανομένης της απόληψης ορισμένου τόκου ή της συμμετοχής, κατά προτεραιότητα, σε κέρδη από ορισμένη εταιρική δραστηριότητα, κατά τα ειδικότερα οριζόμενα στο καταστατικό, δεν αποκλείεται. Το καταστατικό, ομοίως, μπορεί να ορίζει ότι η απόληψη ορισμένου τόκου μπορεί να γίνει με την προϋπόθεση ότι οι προνομιούχες μετοχές δεν θα συμμετέχουν στα κέρδη της εταιρείας, για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, που καθορίζεται κατά την έκδοσή τους. Τα δικαιώματα που παρέχουν οι προνομιούχες μετοχές υπόκεινται στους περιορισμούς του άρθρου 44α. Προνομιούχες μετοχές της ίδιας σειράς έκδοσης παρέχουν ίσα δικαιώματα. [...]".

sottoscritta, con l'unica eccezione delle azioni privilegiate di cui all'art. 3; dovendosi, pertanto, escludere la facoltà di emettere azioni con voto sovraproporzionale<sup>253</sup>.

In Lussemburgo, l'art. 67, comma 4, della *Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales*<sup>254</sup> dispone, in via generale, che ogni azionista della *société anonyme* può prendere parte alle deliberazioni dell'assemblea generale esercitando un numero di voti pari alle azioni possedute<sup>255</sup>; l'unica deviazione concessa dal principio di perfetta corrispondenza fra diritto di voto e porzione del capitale sociale detenuta si rinviene nell'art. 44, in cui si statuisce che azioni senza diritto di voto possono essere create solo alle seguenti condizioni: a) non possono rappresentare più della metà del capitale sociale; b) devono attribuire un dividendo privilegiato e c) una preferenza nel rimborso del capitale<sup>256</sup>.

I diritti di voto inerenti le azioni della *sociedade anónima* portoghese sono regolati dall'art. 384 del *código das sociedades comerciais*<sup>257</sup>. Ivi si stabilisce, al comma 1, che, in assenza di diversa previsione statutaria, ogni azione ha un voto<sup>258</sup>; il comma

---

<sup>253</sup> Cfr. l'art. 30 *Nόμος 2190/1920, Περί Ανώνυμων Εταιριών*: "1. Πάσα μετοχή παρέχει δικαίωμα ψήφου. Πάντα τα εκ της μετοχής δικαιώματα των μετόχων, επιφυλασσομένων των διατάξεων του άρθρου 3 του παρόντος, είναι υποχρεωτικώς ανάλογα προς το υπό της μετοχής αντιπροσωπευόμενον ποσοστόν του κεφαλαίου. [...]".

<sup>254</sup> Per riferimenti generali al diritto societario in Lussemburgo cfr. A. PRÜM – R. BAHAR – P. H. CONAC – I. CORBISIER – A. COURET – D. RUPPERT – J. P. SPANG – J. P. VAN OMMESLAGHE, *Le nouveau droit luxembourgeois des sociétés*, Bruxelles, 2008, passim; J. P. WINANDY, *Manuel de droit des sociétés*, Bertrange, 2011, passim.

<sup>255</sup> "[...] (4) Tout actionnaire peut, nonobstant toute clause contraire de l'acte de société, prendre délibérations avec un nombre de voix égal aux actions qu'il possède, sans limitation. [...]".

<sup>256</sup> Cfr. l'art. 44 *Loi du 10 août 1915*: " (1) L'émission d'actions représentatives du capital sans droit de vote ne peut avoir lieu qu'aux conditions suivantes:

- 1) elles ne peuvent représenter plus de la moitié du capital social;
- 2) elles doivent conférer, en cas de répartition des bénéfices, le droit à un dividende privilégié et récupérable correspondant à un pourcentage de leur valeur nominale ou de leur pair comptable à fixer par les statuts, sans préjudice du droit qui peut leur être accordé dans la répartition du surplus des bénéfices;
- 3) elles doivent conférer un droit privilégié au remboursement de l'apport, sans préjudice du droit qui peut leur être accordé dans la distribution du bénéfice de liquidation. [...]".

<sup>257</sup> In generale sul diritto delle società in Portogallo cfr. P. O. CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*<sup>5</sup>, Lisboa, 2012, passim; A. M. CORDEIRO, *Direito das Sociedades. Das sociedades em especial*<sup>2</sup>, Lisboa, 2007, passim.

<sup>258</sup> "1. Na falta de diferente cláusula contratual, a cada acção corresponde um voto. [...]".

successivo prescrive che l'atto costitutivo, può *a)*, qualora tutte le azioni siano state liberate, assegnare un solo voto a un certo numero di azioni, aggiungendo, tuttavia, che per ogni 1.000 euro di capitale sottoscritto dovrà esercitarsi almeno un voto e *b)* pone un tetto ai diritti di voto in ragione del possesso azionario in capo a un medesimo soggetto<sup>259</sup>. Titoli con diritti di voto multipli, a norma del comma 5 dell'art. 384, non sono ammissibili<sup>260</sup>. Lo statuto può, infine, ai sensi dell'art. 341, autorizzare l'emissione di azioni preferenziali senza voto per un ammontare non superiore alla metà del capitale sociale, a cui dovrà corrispondersi un dividendo preferenziale pari almeno al 5% del loro valore nominale (o del loro valore di emissione, se siano senza valore nominale, al netto di eventuali sovrapprezzi) e un rimborso prioritario in caso di liquidazione della società<sup>261</sup>.

La materia societaria in Slovenia è disciplinata dal *Zakon o gospodarskih družbah* (ZGD-1)<sup>262</sup>; l'art. 178, comma 1, con riguardo ai diritti di voto nella *delniška družba*<sup>263</sup>, fissa il principio per cui ogni azione deve avere il diritto ad un voto<sup>264</sup>, statuendosi, altresì, al successivo comma 3, che è vietato emettere azioni con diritti di voto

---

<sup>259</sup> “[...] 2. O contrato de sociedade pode: a) Fazer corresponder um só voto a um certo número de acções, contanto que sejam abrangidas todas as acções emitidas pela sociedade e fique cabendo um voto, pelo menos, a cada 1 000 euros de capital; b) Estabelecer que não sejam contados votos acima de certo número, quando emitidos por um só accionista, em nome próprio ou também como representante de outro. [...]”.

<sup>260</sup> “[...] 5. É proibido estabelecer no contrato voto plural. [...]”.

<sup>261</sup> “1. O contrato de sociedade pode autorizar a emissão de acções preferenciais sem voto até ao montante representativo de metade do capital.

2. As acções referidas no n.º 1 conferem direito a um dividendo prioritário, não inferior a 5 % do respectivo valor nominal, ou, na falta de valor nominal, do seu valor de emissão deduzido de eventual prémio de emissão, retirado dos lucros que, nos termos dos artigos 32.º e 33.º, possam ser distribuídos aos accionistas e ao reembolso prioritário do seu valor nominal ou do seu valor de emissão na liquidação da sociedade. [...]”.

<sup>262</sup> Cfr. sul diritto societario sloveno B. BRATINA – D. JOVANOVIĆ – P. PODGORELEC – A. PRIMEC, *Pravo družb z osnovami gospodarskega pogodbenega prava*, Maribor, 2011, passim; B. KORŽE, *Pravo družb in poslovno pravo*<sup>2</sup>, Ljubljana, 2014, passim.

<sup>263</sup> I tipi di società di capitali, secondo il diritto sloveno, come disciplinati dall'art. 3, comma 3, ZGD-1, sono la *družba z omejeno odgovornostjo* (società a responsabilità limitata), la *delniška družba* (società per azioni), la *komanditna delniška družba* (società in accomandita per azioni) e la *evropska delniška družba* (società europea).

<sup>264</sup> “(1) Vsaka delnica zagotavlja glasovalno pravico. [...]”.

sovraproportionali rispetto alla partecipazione al capitale sociale<sup>265</sup>. Soltanto le azioni di preferenza<sup>266</sup>, non superiori alla metà del capitale sociale, possono essere private del diritto di voto<sup>267</sup>.

Anche nel diritto spagnolo<sup>268</sup>, infine, si trovano disposizioni analoghe. L'art. 188, comma 2, del *Real Decreto Legislativo* 1/2010 del 2 luglio 2010 (*Ley de Sociedades de Capital*) prevede, infatti, che nella *sociedad anónima* non sarà valida la creazione di categorie azionarie che, direttamente o indirettamente, alterino la proporzionalità fra diritti di voto e porzione nominale di capitale sociale rappresentata<sup>269</sup>. Potranno, però, emettersi, ex art. 98, azioni privilegiate senza voto per un importo inferiore al 50% del capitale sociale<sup>270</sup>.

---

<sup>265</sup> “[...] (3) *Prepovedano je izdajati delnice, ki bi ob enakem deležu v osnovnem kapitalu dajale različno število glasov.*”

<sup>266</sup> I privilegi patrimoniali che possono essere assegnati alle azioni di preferenza (*prednostne delnice*) sono descritti nell'art. 176 ZGD-1, in cui si stabilisce che: “[...] (3) *Prednostne delnice so delnice, ki zagotavljajo njihovim imetnikom poleg pravic iz prejšnjega odstavka še določene prednostne pravice, na primer prednost pri izplačilu vnaprej določenih zneskov ali odstotkov od nominalne vrednosti delnic ali dobička, prednost pri izplačilu ob likvidaciji družbe in druge pravice, določene s statutom družbe.* (4) *Zbirna (kumulativna) prednostna delnica daje v skladu s sklepom o izdaji delnic njenemu imetniku prednostno pravico do izplačila vseh še neizplačanih dividend, preden se imetnikom navadnih delnic v skladu s sklepom o razdelitvi dobička izplačajo kakršnekoli dividende.* (5) *Udeležbena (participativna) prednostna delnica daje imetniku poleg prednostne dividende pravico do izplačila dividend, ki pripadajo imetnikom navadnih delnic v skladu s sklepom o uporabi dobička.* [...]”.

<sup>267</sup> Cfr. l'art. 178, comma 2, ZGD-1: “[...] (2) *Brez glasovalne pravice se lahko izdajajo samo prednostne delnice, vendar družba ne sme imeti več kot polovice tovrstnih delnic v sestavi osnovnega kapitala.* [...]”.

<sup>268</sup> Per riferimenti generali al diritto societario spagnolo cfr. AA. VV., *Derecho de Sociedades*<sup>3</sup>, in *Fundamentos de derecho empresarial*, a cura di J. W. IBAÑEZ JIMÉNEZ, Madrid, 2015, passim; U. NIETO CAROL, *Derecho de Sociedades*<sup>3</sup>, Madrid, 2014, passim.

<sup>269</sup> Cfr. l'art. 188, comma 2, *Real Decreto Legislativo* 1/2010: “2. *En la sociedad anónima no será válida la creación de acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto.*”

<sup>270</sup> L'art. 98 prevede, infatti, che: “[...] *las sociedades anónimas podrán emitir acciones sin derecho de voto por un importe nominal no superior a la mitad del capital social desembolsado.*” La misura del vantaggio patrimoniale è regolata dai successivi articoli 99, 100, 101 e 102, in cui si stabilisce, sostanzialmente, che esso può consistere in un dividendo preferenziale (*dividendo preferente*) e in un privilegio a) in caso di riduzione del capitale perdite (*privilegio en caso de reducción de capital por pérdidas*) o b) sulla quota di liquidazione (*privilegio en la cuota de liquidación*).

4. *Gli ordinamenti che non ammettono alcuna deviazione dal principio one share – one vote.*  
*Emirati Arabi Uniti e Qatar*

Solamente due fra tutti gli ordinamenti esaminati non permettono nessuna deviazione dal principio *one share – one vote*.

Negli Emirati Arabi Uniti, il diritto societario<sup>271</sup> è stato oggetto di una recente riforma, ad opera della Legge Federale n. 2 del 2015 sulle società commerciali, che ha profondamente innovato le disposizioni della precedente legge federale n. 8 del 1984. Seppure sia stata introdotta, all'art. 206, comma 2, la facoltà affidata al Gabinetto di governo di emanare una risoluzione con cui si determinino categorie azionarie provviste di diversi diritti, al momento tale potere non è ancora stato esercitato e rimane, pertanto, valida la previsione di cui al comma 1 del medesimo articolo, per cui gli azionisti sono eguali nei confronti dei diritti incorporati dalle azioni e non possono crearsi diverse classi azionarie<sup>272</sup>.

Simili disposizioni sono contenute nella Legge n. 5 del 2002 sulle società commerciali in Qatar<sup>273</sup>. Non è presente, innanzitutto, alcun riferimento alla possibilità di creare categorie differenti di azioni e l'unica norma che regola il voto degli azionisti è rappresentata dall'art. 128, il cui comma 1 prescrive che ogni socio ha diritto di intervenire all'assemblea generale e di esercitare un numero di voti corrispondenti alle azioni detenute<sup>274</sup>.

---

<sup>271</sup> Per un inquadramento generale del diritto societario degli Emirati Arabi Uniti cfr. B. STUART EWING, *Corporations, Partnerships, and Other Business Entities*, in AA. VV., *Business Laws of the United Arab Emirates*, Thomson Reuters eBook edition, 2013, capitolo 2.

<sup>272</sup> Cfr. l'art. 206 della versione inglese della Legge Federale n. 2 del 2015, consultabile sul sito del Ministero della Giustizia degli Emirati Arabi Uniti al link [http://ejjustice.gov.ae/downloads/latest\\_laws2015/federal\\_law\\_2\\_2015\\_commercial\\_companies\\_en.pdf](http://ejjustice.gov.ae/downloads/latest_laws2015/federal_law_2_2015_commercial_companies_en.pdf), in cui si prevede che. "[...] *the shareholders of the company shall be equal in the rights attached to the shares. The company may not issue different classes of shares. [...]*".

<sup>273</sup> Sul diritto societario in Qatar cfr. in via generale M. NORTHEY – R. O' CONNOR – B. HILL – H. NAJA, *Doing Business in Qatar*, in AA. VV., *Business Laws of Kuwait and Qatar*, Thomson Reuters eBook edition, 2014, parte 2.

<sup>274</sup> Cfr. l'art. 128, comma 1, della versione inglese della Legge n. 5 del 2002, consultabile sul sito della Banca Centrale del Qatar al link [http://www.qcb.gov.qa/English/Documents/QCB%20Law/Commercial\\_companies\\_law\\_En.pdf](http://www.qcb.gov.qa/English/Documents/QCB%20Law/Commercial_companies_law_En.pdf), ove si prevede che: "*1. Every shareholder is entitled to participate in the meeting of the*

5. *Libertà nella configurazione dei diritti di voto e sviluppo dei mercati azionari. Analisi empirica*

Dopo aver esaminato la portata e la natura delle deroghe concesse dai diversi ordinamenti al principio di proporzionalità fra capitale sottoscritto e diritti di voto, si riportano ora i risultati di una ricerca empirica volta ad analizzare, in un arco temporale di 5 anni (2010 – 2014), l'eventuale correlazione fra il grado di libertà, riconosciuto da ogni Stato all'autonomia statutaria nella configurazione dei diritti inerenti la partecipazione azionaria (variabile "A") e lo sviluppo del relativo mercato dei capitali (parametro descritto dalle variabili "B<sub>1</sub>", "B<sub>2</sub>", "B<sub>3</sub>", "B<sub>4</sub>").

Il ruolo e l'importanza dell'accesso ai mercati finanziari e il loro corretto funzionamento per la nascita e la crescita delle imprese, nonché dell'economia nel suo complesso, ha ricevuto negli ultimi anni vasta attenzione da parte della letteratura economica<sup>275</sup>. Sebbene la relazione fosse nota sin dalla rivoluzione industriale, resa manifesta dagli studi di Shumpeter<sup>276</sup>, Gurley e Shaw<sup>277</sup> e in particolare di Hicks<sup>278</sup>, il quale sosteneva che, in assenza di un ben sviluppato sistema finanziario, le innovazioni della rivoluzione industriale sarebbero rimaste solo dei progetti, l'indagine sistematica del rapporto è più recente e si ritrova nelle opere di King e

---

*general assembly. He will have the right of voting equivalent to the number of his shares. The decisions will be issued with absolute majority for the shares representing in the meeting. [...]*"

<sup>275</sup> Una recente ricerca illustra che portando a 1.000 le società quotate italiane si genererebbe un aumento del pil dello 0,9-1,5%, del gettito fiscale di 2,85 miliardi di euro e di 137.000 nuovi posti di lavoro. Lo studio mostra che in Italia, rispetto ai principali Paesi europei, il numero delle società quotate è limitato rispetto al potenziale. Le 291 imprese domestiche presenti sul listino italiano ad inizio 2010 rappresentavano meno della metà delle imprese quotate in Germania, un terzo di quelle in Francia e poco più di un decimo di quelle in Gran Bretagna. Cfr. M. GERANIO-E. GARCIA, *Come sarebbe l'Italia con 1000 società quotate?*, in *Economia & Management*, 2013, 95.

<sup>276</sup> Cfr. J. A. SCHUMPETER, *The Theory of Economic Development*, Cambridge, 1934, passim, edita per la prima volta nel 1911 in lingua tedesca (*Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*, Leipzig, 1911).

<sup>277</sup> Cfr. J. GURLEY – E. SHAW, *Financial Aspects of Economic Development*, in *Am. Ec. Rev.*, 1955, 515.

<sup>278</sup> Cfr. J. HICKS, *A Theory of Economic History*, Oxford, 1969, passim.



Levine<sup>279</sup>, Atje e Jovanovic<sup>280</sup>, alle quali hanno fatto seguito innumerevoli altri lavori sia teorici che empirici<sup>281</sup>.

In linea di principio, le funzioni, tradizionalmente, attribuite ai sistemi finanziari sono le seguenti<sup>282</sup>: a) produrre informazioni *ex ante* su come allocare il capitale<sup>283</sup>; b) monitorare gli investimenti ed esercitare un ruolo attivo nella *corporate governance*<sup>284</sup>; c) facilitare la negoziazione, la diversificazione e la gestione del rischio; d) incanalare e raggruppare i risparmi<sup>285</sup>; e) rendere più agevole lo scambio di beni e servizi.

---

<sup>279</sup> Cfr. R. KING – R. LEVINE, *Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence*, in *J. Monetary Econ.*, 1993, 513; ID., *Finance and Growth: Schumpeter Might be Right*, in *Quart. J. Econ.*, 1993, 717.

<sup>280</sup> Cfr. R. ATJE – B. JOVANOVIĆ, *Stock Market and Development*, in *Eur. Econ. Rev.*, 1993, 632.

<sup>281</sup> Cfr. *ex multis* R. LEVINE – S. ZERVOS, *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*, in *Am. Econ. Rev.*, 1998, 536; R. LEVINE – N. LOAYZA – T. BECK, *Finance and the Sources of Growth*, in *J. Fin. Econ.*, 2000, 261; P. WACHTEL, *Growth and Finance: What Do We Know and How Do We Know It?*, in *International Finance*, 2001, 335; ID., *The Evolution of the Finance Growth Nexus*, in *Comp. Econ. Stud.*, 2011, 475; W. CARLIN – C. MAYER, *Finance, Investment and Growth*, in *J. Fin. Econ.*, 2003, 191; P. LAWRENCE, *Finance and development: why should causation matter?*, in *J. Intern. Dev.*, 2006, 997; recentemente G. M. CAPORALE – C. RAULT – A. D. SOVA – R. SOVA, *Financial Development and Economic Growth: Evidence from 10 New European Union Members*, in *Intern. J. Fin. Econ.*, 2015, 48.

<sup>282</sup> Per una dettagliata sintesi della letteratura sul ruolo dei mercati di capitali quale fattore di crescita economica cfr. R. LEVINE, *Finance and Growth: Theory and Evidence*, in *Handbook of Economic Growth*, a cura di P. AGHION – S. N. DURLAUF, Amsterdam, 2005, 865.

<sup>283</sup> Cfr. P. AGHION – P. HOWITT, *Endogenous Economic Growth Theory*, Cambridge, 1998, 205 e ss.

<sup>284</sup> Cfr. recentemente H. CHRISTIANSEN – A. AMICO, *The Role of Stock Exchanges in Corporate Governance*, 2009, consultabile su <http://ssrn.com/abstract=2384059>.

<sup>285</sup> I mercati borsistici, disponendo un meccanismo istituzionale per mobilitare il risparmio privato e indirizzarlo verso impieghi produttivi, favorirebbero lo sviluppo economico dando la possibilità alle imprese di raccogliere mezzi monetari a costi inferiori rispetto ai finanziamenti bancari, favorendone al contempo l'autonomia e riducendo il rischio di una stretta del credito (*credit crunch*). Senza l'accesso a una platea ampia di investitori, inoltre, molti processi produttivi sarebbero stati limitati a scale economicamente inefficienti, cfr. E. R. SIRRI – P. TUFANO, *The economics of pooling*, in D. B. CRANE – K. A. FROOT – S. P. MASON – A. F. PEROLD – R. C. MERTON – Z. BODIE – E. R. SIRRI – P. TUFANO, *The Global Financial System: A Functional Approach*, Cambridge, 1995, 81. Come sostenuto da Bagehot, una delle principali differenze fra l'Inghilterra e altri Stati più poveri fu la capacità di mobilitare risorse per *immense works*, sottolineando che non si trattava soltanto di disporre di un risparmio privato più alto, ma di incanalare verso gli utilizzi più produttivi, cfr. W. BAGEHOT, *Lombard Street. A Description of the Money Market*, London, 1873, 3. Permettendo di destinare risorse a progetti con rendimenti più elevati, si contribuirebbe, infine, a rendere più attraente, *in primis*, l'utilizzo del settore societario quale luogo privilegiato di impiego dei capitali e, in generale, l'accumulo del risparmio.

Sono stati sottolineati una serie di fattori che influiscono significativamente sullo sviluppo dei mercati finanziari, i quali possono essere suddivisi in due grandi categorie: *i*) i fondamentali macroeconomici (quali l'inflazione, la produzione aggregata, etc.)<sup>286</sup> e *ii*) l'assetto istituzionale, rappresentato dal sistema legislativo<sup>287</sup>, dalla stabilità politica, dal grado di corruzione, etc.<sup>288</sup>

Con riferimento al primo gruppo di variabili, molti autori hanno sostenuto che il livello generale del progresso economico, spesso misurato attraverso il reddito pro capite, il prodotto interno lordo, il reddito interno lordo o indicatori consimili, è il più forte predittore di avanzamento finanziario<sup>289</sup>.

Alti livelli di inflazione, *ceteris paribus*, inoltre, sono stati associati a mercati finanziari meno liquidi e più piccoli, dal momento che gli intermediari finanziari tendono a prestare meno e ad allocare il capitale in modo meno efficiente<sup>290</sup>.

---

<sup>286</sup> F. V. GARCIA – L. LIU, *Macroeconomic Determinants of Stock Market Development*, in *J. Appl. Econ.*, 1999, 29.

<sup>287</sup> Cfr. R. LA PORTA – F. LOPEZ DE SILANES – A. SHLEIFER, *Legal Determinants of External Finance*, in *J. Fin.*, 1997, 1131, ove, analizzando un campione di 49 Stati, si evidenzia come nei Paesi con una minore protezione degli investitori vi siano mercati azionari meno sviluppati; in senso analogo R. LA PORTA – F. LOPEZ DE SILANES – A. SHLEIFER – R. W. VISHNY, *Law and Finance*, in *J. Pol. Econ.*, 1998, 1113.

<sup>288</sup> Cfr. J. ADUDA – J. MWELU MASILA – E. NYAKUNDI ONSONGO, *The Determinants of Stock Market Development: The Case for the Nairobi Stock Exchange*, in *Intern. J. Hum. Soc. Sci.*, 2012; 214; A. ADAROV – R. TCHADZE, *Development of Financial Markets in Central Europe: the Case of the CE4 Countries*, 2011 consultabile su <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11101.pdf>; C. AMO YARTEY, *The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different?*, 2008, consultabile su <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp0832.pdf>; S. B. NACEUR – S. GHAZOUANI – M. OMRAN, *The Determinants of Stock Market Development in the Middle-Eastern and North African Region*, in *Managerial Finance*, 2007, 477.

<sup>289</sup> La significatività del reddito pro capite per lo sviluppo finanziario è riportata, ad esempio, da Levine (cfr. R. LEVINE, *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, in *J. Econ. Lit.*, 1997, 688; ID., *More on finance and growth: more finance, more growth?*, in *Fed. Res. Bank St. Louis Rev.*, 2003, 31) e da Claessens et al. (cfr. S. CLAESSENS – D. KLINGEBIEL – S. L. SCHMUKLER, *Stock Market Development and Internationalization: Do Economic Fundamentals Spur Both Similarly?*, in *J. Emp. Fin.*, 2006, 316). Garcia e Liu (cfr. F. V. GARCIA – L. LIU, *op. cit.*, 29) trovano che la crescita del reddito, gli investimenti interni e l'efficienza degli intermediari finanziari abbiano importanti implicazioni per i mercati azionari, mentre la volatilità macroeconomica non sembra rivestire un ruolo rilevante.

<sup>290</sup> Boyd et al. (cfr. J. H. BOYD – R. LEVINE – B. D. SMITH, *The Impact of Inflation on Financial Sector Performance*, in *J. Mon. Econ.*, 2001, 221) trovano effetti negativi dell'inflazione sul credito privato e sui mercati azionari. Essi sostengono anche che il rapporto tra sviluppo finanziario e inflazione potrebbe essere non lineare, con un particolare livello di soglia, superato il quale esso è soggetto a un brusco calo di prestazioni. Effetti sull'inflazione simili sono stati studiati empiricamente anche da Khan et al. (cfr.

Adam e Tweneboah osservano che gli investimenti diretti esteri (IDE) stimolano la crescita economica, che, a sua volta, promuove lo sviluppo del mercato azionario<sup>291</sup>; ed Errunza rileva che afflussi di capitali stranieri hanno, a lungo termine, un impatto positivo sullo sviluppo del mercato azionario e sulla partecipazione degli investitori<sup>292</sup>.

Il filone istituzionale della letteratura sottolinea il ruolo dei diritti di proprietà, il livello di *enforcement* in materia contrattuale e il grado di corruzione per spiegare le differenziazioni nell'evoluzione dei mercati di borsa. La Porta et al.<sup>293</sup>, per esempio, danno prova di una profonda incidenza dei diritti di tutela degli investitori, misurati dalla qualità delle norme giuridiche e dal livello di applicazione della legge, sullo sviluppo sia dei mercati azionari che obbligazionari. L'importanza di diritti reali e di credito chiari ed efficaci è discussa in Acemoglu e Johnson<sup>294</sup> e Djankov et al.<sup>295</sup>; Roe e Siegel<sup>296</sup> sottolineano, infine, il rilievo della stabilità politica generale.

Nel complesso, un modello coerente e univoco, che riunisca le determinanti di sviluppo finanziario, non è stato implementato. La gamma di fattori rilevanti ai fini di sistemi finanziari efficienti è, in generale, rappresentata dallo sviluppo economico,

---

M. KHAN – M. S. ABDELHAK – S. SENHADJI – B. D. SMITH, *Inflation and Financial Depth*, in *Macroeconomic Dynamics*, 2006, 165) e teoricamente da Choi et al. (cfr. S. CHOI – B. D. SMITH – J. H. BOYD, *Inflation, Financial Markets, and Capital Formation*, in *Fed. Res. Bank St. Louis Rev.*, 1996, 9) e Huybens e Smith (cfr. E. HUYBENS – B. D. SMITH, *Inflation, Financial Markets, and Long-Run Real Activity*, in *J. Mon. Econ.*, 1999, 283).

<sup>291</sup> Cfr. A. M. ADAM – G. TWENEBOAH, *Foreign Direct Investment and Stock Market Development: Ghana's Evidence*, in *Intern. Res. J. Fin. Econ.*, 2009, 178.

<sup>292</sup> Cfr. V. R. ERRUNZA, *Emerging Markets – A New Opportunity for Improving Global Portfolio Performance*, in *Fin. Anal. J.*, 1983, 51. Gli investimenti diretti esteri sono stati associati anche a riforme istituzionali, adeguate regole di *disclosure* e di *listing* e pratiche commerciali più corrette, che ispirano maggiore fiducia nei confronti dei mercati nazionali. Ciò contribuisce ad incrementare il numero e la partecipazione degli investitori, raggiungendosi, così, più elevati flussi di capitale, cfr. C. AMO YARTEY, *op. cit.*, 20 e ss.

<sup>293</sup> Cfr. R. LA PORTA – F. LOPEZ DE SILANES – A. SHLEIFER, *op. cit.*, 1131; R. LA PORTA – F. LOPEZ DE SILANES – A. SHLEIFER – R. W. VISHNY, *op. cit.*, 1113.

<sup>294</sup> Cfr. D. ACEMOGLU – S. JOHNSON, *Unbundling Institutions*, in *J. Pol. Econ.*, 2005, 949.

<sup>295</sup> Cfr. S. DJANKOV – C. MCLIESH – A. SHLEIFER, *Private Credit in 129 Countries*, in *J. Fin. Econ.*, 2007, 299.

<sup>296</sup> Cfr. M. J. ROE – J. I. SIEGEL, *Finance and Politics: A Review Essay Based on Kenneth Dam's Analysis of Legal Traditions in The Law-Growth Nexus*, in *J. Econ. Lit.*, 2009, 781.

dalla stabilità socio-economica, dal quadro giuridico e politico di riferimento, mentre è difficile isolare il contributo marginale di ognuno di essi, essendo strettamente interconnessi.

Il presente contributo si colloca, quindi, in un filone di ricerca particolarmente variegato e complesso, senza avere alcuna pretesa di circoscrivere le determinanti di un fenomeno, quale è lo sviluppo dei mercati borsistici, che, come accennato, è stato correlato a fattori alquanto diversificati ed eterogenei, ma aggiungendone, unicamente, un ulteriore piccolo tassello.

La variabile "A" è stata costituita assegnando un punteggio da 0 a 2 ad ogni Stato oggetto di studio, secondo il seguente metodo:

- 0 = Ordinamenti che non consentono alcuna deroga al principio *one share – one vote*;
- 0,5 = Ordinamenti che ammettono solo azioni a voto limitato;
- 1 = Ordinamenti che ammettono azioni a voto plurimo o azioni senza voto;
- 1,5 = Ordinamenti che ammettono, a particolari condizioni, sia azioni a voto plurimo sia azioni senza voto;
- 2 = Ordinamenti che ammettono la più ampia libertà nella predisposizione dei diritti azionari.

I valori assegnati alla variabile "A" sono di seguito elencati nella "Tabella n. 1".

Tabella n. 1 – Sintesi dei valori di “A”

Stato	Azioni a voto plurimo	Azioni senza voto	Punteggio
Argentina	S	N	1
Austria	N	S	1
Belgio	N	N*	0,5
Brasile	N	S	1
Canada	S	S	2
Danimarca	S	S	2
Emirati Arabi Uniti	N	N	0
Finlandia	S	S	2
Francia	S	S	1,5
Germania	N	S	1
Grecia	N	S	1
Hong Kong	S	S	2
Irlanda	S	S	2
Lussemburgo	N	N*	0,5
Nuova Zelanda	S	S	2
Paesi Bassi	S	S	1,5
Polonia	S	S	1,5
Portogallo	N	S	1
Qatar	N	N	0
Regno Unito	S	S	2
Singapore**	S	S	2
Slovenia	N	S	1
Spagna	N	S	1
Stati Uniti	S	S	2
Sudafrica	S	S	2
Svezia	S	N	1
Svizzera	S	N	1
Ungheria	S	S	1,5

\*: Ivi non è consentito emettere azioni (completamente) prive del diritto di voto, cfr. *supra* par. 3.3;

\*\* : Singapore non potrà essere incluso nell' analisi, in quanto il punteggio non è riferibile al quinquennio 2010-2014.

Nella valutare lo sviluppo del mercato di capitali si sono considerate quattro diverse variabili, ossia:

- La capitalizzazione totale del mercato in US \$, variabile "B<sub>1</sub>";
- La capitalizzazione totale del mercato in rapporto al Pil, variabile "B<sub>2</sub>";
- Il numero di società quotate, variabile "B<sub>3</sub>";
- Il valore totale annuo degli scambi in rapporto al Pil, variabile "B<sub>4</sub>".

I dati relativi alle variabili "B<sub>1</sub>", "B<sub>2</sub>", "B<sub>3</sub>" e "B<sub>4</sub>", ad eccezione di quelli relativi a Danimarca, Finlandia e Svezia<sup>297</sup>, sono stati rinvenuti nel sito della Banca Mondiale rispettivamente ai seguenti *link*:

- <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD/countries>;
- <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS/countries>;
- <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO/countries>;
- <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS/countries>.

Non è stato possibile trovare i valori relativi alla Nuova Zelanda, che è stata pertanto esclusa dal campione, composto, in definitiva da 26 Stati<sup>298</sup>, per un periodo di osservazione pari, come ricordato, a 5 anni (2010 – 2014).

Ai fini di determinare quale fosse il più appropriato *test* di correlazione da eseguirsi, è stata esaminata, preliminarmente, la distribuzione delle variabili; nel caso di distribuzione "normale" o con una scarsa deviazione dalla normalità, ovvero nell'ipotesi in cui i valori osservati delle variabili in studio abbiano un andamento non molto dissimile da quello di una curva "gaussiana", possono essere utilizzati i *test*

---

<sup>297</sup> I dati relativi a Danimarca, Finlandia e Svezia sono stati estrapolati dal sito del Nasdaq OMX Nordic a seguente *link*: <http://www.nasdaqomxnordic.com/news/statistics>.

<sup>298</sup> Il campione è risultato formato da: Argentina, Austria, Belgio, Brasile, Canada, Danimarca, Emirati Arabi Uniti, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Hong Kong, Irlanda, Lussemburgo, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Qatar, Regno Unito, Slovenia, Spagna, Stati Uniti, Sudafrica, Svezia, Svizzera, Ungheria, per un totale di 520 osservazioni riferibili complessivamente alle variabili "B<sub>1</sub>", "B<sub>2</sub>", "B<sub>3</sub>", "B<sub>4</sub>" e 26 alla variabile "A".

statistici parametrici<sup>299</sup>, mentre in caso di deviazione significativa dalla distribuzione normale devono essere impiegate analisi non parametriche<sup>300</sup>.

È emerso, quindi, che la distribuzione dei valori all'interno di tutte le variabili devia in maniera statisticamente significativa dalla funzione normale<sup>301</sup>, come si nota anche nei Grafici n. 2, 3, 4, 5, che illustrano rispettivamente la distribuzione di frequenza delle variabili "B<sub>1</sub>", "B<sub>2</sub>", "B<sub>3</sub>" e "B<sub>4</sub>" decidendosi, così, di adoperare il *test* di correlazione per ranghi di Spearman<sup>302</sup>.

---

<sup>299</sup> I metodi parametrici sono usati per stimare parametri (quali la media, la deviazione standard, etc.) della popolazione sulla base delle caratteristiche del campione, assumendo una distribuzione normale dei valori; cfr. P. NEWBOLD - W. L. CARLSON - B. M. THORNE, *Statistics for Business and Economics*<sup>8</sup>, New Jersey, 2013, 4 ss.; D. J. SHESKIN, *Handbook of Parametric and Nonparametric Statistical Procedures*<sup>3</sup>, Boca Raton, 2003, 97.

<sup>300</sup> Le analisi non parametriche, così chiamate perché non richiedono la stima di parametri, vengono impiegate nel caso in cui i dati associati alle variabili non abbiano una distribuzione normale (o gaussiana) e sono valide a prescindere dalla numerosità *n* del campione; cfr. P. NEWBOLD - W. L. CARLSON - B. M. THORNE, *op. cit.*, 582 ss.; D. J. SHESKIN, *op. cit.*, 97.

<sup>301</sup> Si è effettuato il *test* di Shapiro - Wilk, ritenuto uno dei più potenti per la verifica dell'ipotesi di normalità, specialmente per piccoli campioni; Il valore *W* dell'analisi può variare tra 0 e 1, dove 1 indica la normalità e valori più piccoli portano a rifiutare tale ipotesi; cfr. A. SEN - M. SRIVASTAVA, *Regression analysis. Theory, Methods and Applications*, New York, 1990, 105. I risultati ottenuti (variabile "B<sub>1</sub>":  $W = 0,36$ ,  $P < 2,2 \times 10^{-16}$ ; variabile "B<sub>2</sub>":  $W = 0,41$ ,  $P < 2,2 \times 10^{-16}$ ; variabile "B<sub>3</sub>":  $W = 0,61$ ,  $P < 2,2 \times 10^{-16}$ ; variabile "B<sub>4</sub>":  $W = 0,58$ ,  $P < 2,2 \times 10^{-16}$ ) indicano che non è verificata per alcuna delle variabili la distribuzione normale (per l'interpretazione del valore *P* cfr. *infra amplius* nt. 303).

<sup>302</sup> La correlazione per ranghi di Spearman è un'analisi non parametrica che permette di valutare l'intensità del legame tra due variabili, convertite in ranghi, quando le assunzioni per l'applicazione del modello parametrico non sono verificate. Si utilizza in presenza di osservazioni misurate su scala ordinale dovendosi, così, attribuire, in via preliminare il rango a ogni valore; questo viene fatto assegnando ad ogni rilevazione un numero progressivo (o la media dei valori in caso di dati coincidenti), e partendo da "1" per la misurazione più piccola. Il coefficiente di Spearman "q" può variare tra -1 e 1 indicando nel segno e nel valore il tipo e la forza della correlazione. Cfr. P. NEWBOLD - W. L. CARLSON - B. M. THORNE, *op. cit.*, 614.

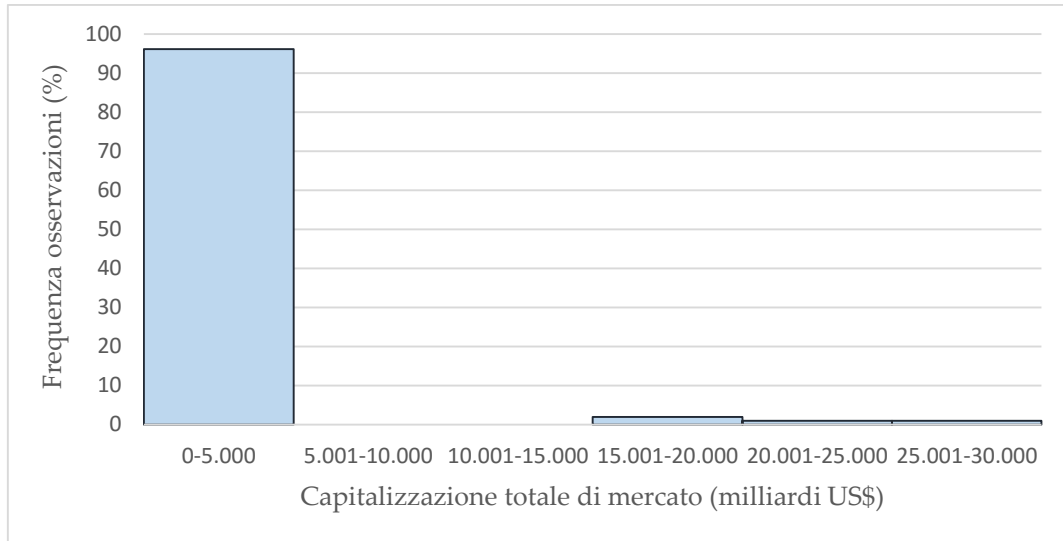
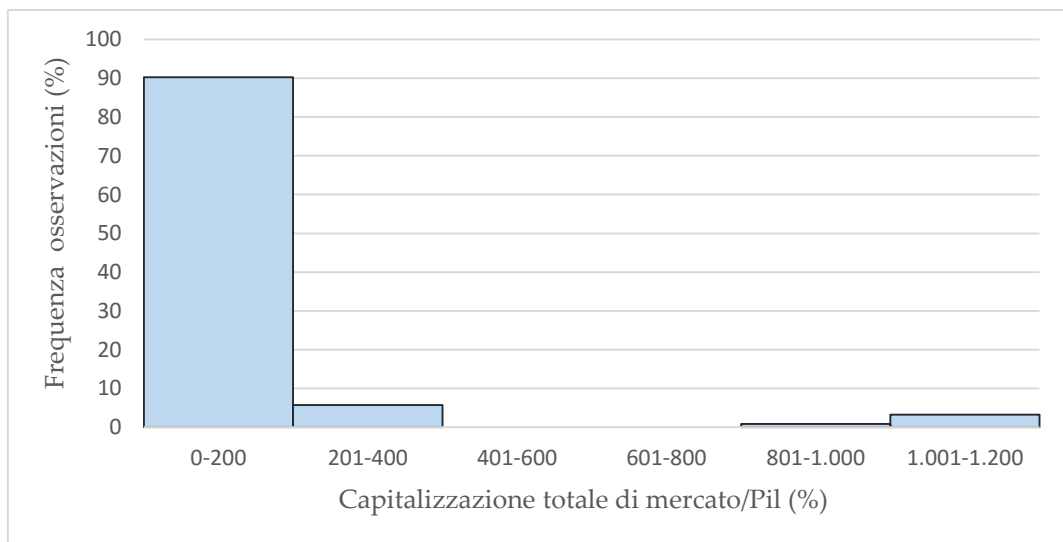
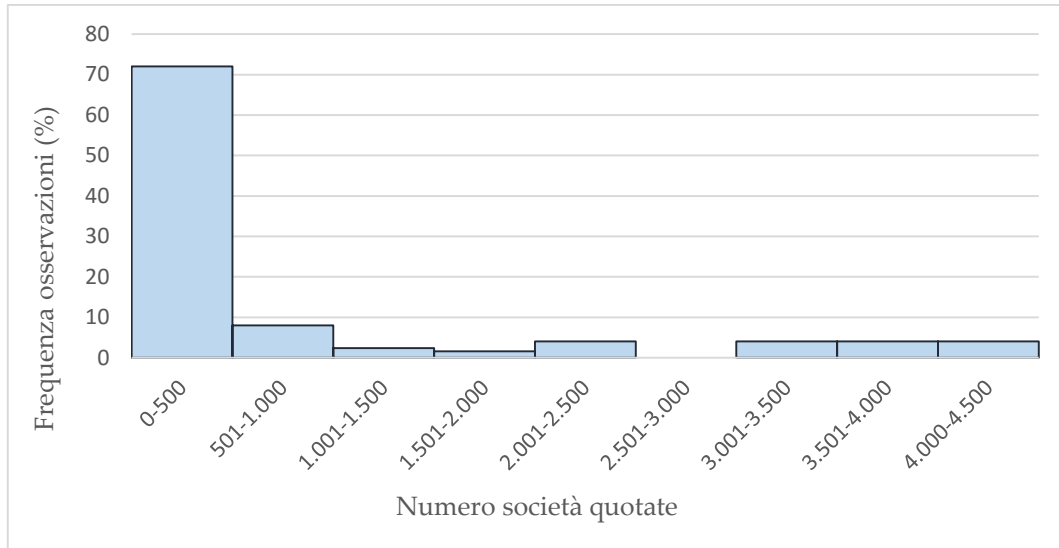
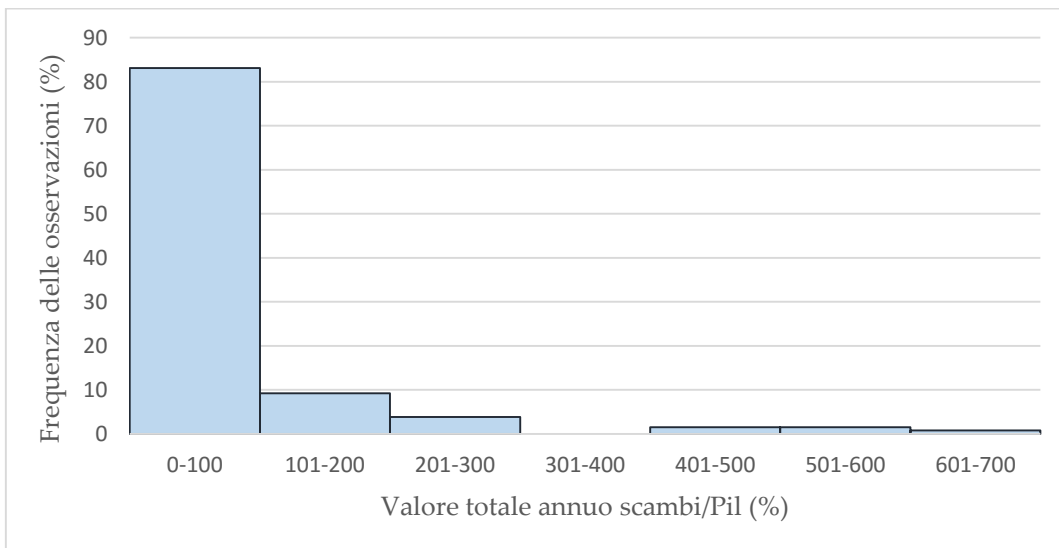
Grafico n. 2 – Distribuzione di frequenza della variabile “B<sub>1</sub>”Grafico n. 3 – Distribuzione di frequenza della variabile “B<sub>2</sub>”



Grafico n. 4 – Distribuzione di frequenza della variabile “B<sub>3</sub>”Grafico n. 5 – Distribuzione di frequenza della variabile “B<sub>4</sub>”

I valori delle variabili “B<sub>1</sub>”, “B<sub>2</sub>”, “B<sub>3</sub>” e “B<sub>4</sub>” sono sintetizzati nelle Tabelle seguenti, n. 6, 7, 8 e 9, in cui si riportano, per ognuna di esse, la media, la mediana, il minimo e il massimo.

Tabella n. 6 – Sintesi dei valori di “B1”

Stato	Capitalizzazione totale di mercato (miliardi US\$)			
	Media	Mediana	Minimo	Massimo
Argentina	51,00	53,10	34,25	63,91
Austria	116,36	106,04	85,27	167,67
Belgio	310,08	299,52	229,32	378,53
Brasile	1.173,26	1.227,45	843,89	1.545,57
Canada	2.069,78	2.093,70	1.912,12	2.170,43
Danimarca	254,31	236,00	184,00	315,55
Emirati Arabi Uniti	141,70	131,49	93,73	201,60
Finlandia	193,60	204,00	151,00	223,00
Francia	1.932,13	1.911,52	1.553,96	2.301,09
Germania	1.555,04	1.486,31	1.184,50	1.936,11
Grecia	56,80	55,15	33,78	82,59
Hong Kong	2.827,02	2.831,95	2.258,04	3.233,03
Irlanda	138,27	143,47	108,39	170,12
Lussemburgo	76,18	70,34	63,17	101,13
Paesi Bassi	702,19	661,10	594,64	817,84
Polonia	175,96	177,41	138,24	204,54
Portogallo	69,23	65,52	57,77	82,00
Qatar	111,40	76,87	65,07	185,86
Regno Unito	3.211,50	3.182,55	2.161,52	3.846,46
Slovenia	7,38	7,13	6,33	9,43
Spagna	1.061,44	1.030,99	992,91	1.171,62
Stati Uniti	20.391,59	18.668,33	15.640,71	26.330,59
Sudafrica	899,70	925,01	789,04	942,81
Svezia	634,62	625,00	507,00	752,77
Svizzera	1.317,67	1.233,44	1.089,52	1.540,70
Ungheria	20,31	19,80	14,51	27,71

Tabella n. 7 – Sintesi dei valori di “B2”

Stato	Capitalizzazione totale di mercato /Pil (%)			
	Media	Mediana	Minimo	Massimo
Argentina	9,42	8,60	5,70	13,80
Austria	27,56	27,40	22,20	32,30
Belgio	58,46	55,60	43,50	71,20
Brasile	49,32	47,00	36,00	70,00
Canada	117,15	113,60	106,90	134,50
Danimarca	72,58	72,74	53,95	90,90
Emirati Arabi Uniti	36,65	36,55	26,90	46,60
Finlandia	73,74	75,00	55,31	89,87
Francia	75,90	74,30	72,20	81,90
Germania	42,38	42,00	31,50	51,70
Grecia	22,10	22,60	11,70	34,50
Hong Kong	1.081,74	1.111,40	908,60	1.185,90
Irlanda	49,86	48,50	27,40	71,40
Lussemburgo	NA	NA	NA	NA
Paesi Bassi	81,62	79,00	66,50	94,60
Polonia	34,28	35,50	26,10	39,80
Portogallo	30,00	30,30	25,10	35,00
Qatar	29,07	29,50	23,80	33,90
Regno Unito	116,94	110,80	106,50	146,10
Slovenia	15,22	15,00	12,30	19,60
Spagna	75,76	74,30	69,30	81,80
Stati Uniti	125,26	115,50	100,80	151,20
Sudafrica	237,68	246,40	189,40	266,80
Svezia	115,83	120,14	90,05	130,10
Svizzera	198,32	211,50	156,50	224,90
Ungheria	15,24	14,70	10,50	21,30

Tabella n. 8 – Sintesi dei valori di “B<sub>3</sub>”

Stato	Numero società quotate			
	Media	Mediana	Minimo	Massimo
Argentina	98,60	99,00	95,00	101,00
Austria	85,00	84,00	82,00	89,00
Belgio	147,40	147,00	133,00	161,00
Brasile	359,00	353,00	351,00	373,00
Canada	3.774,80	3.810,00	3.654,00	3.874,00
Danimarca	151,00	152,00	147,00	154,00
Emirati Arabi Uniti	88,60	104,00	62,00	108,00
Finlandia	126,20	126,00	123,00	129,00
Francia	574,20	562,00	550,00	617,00
Germania	651,80	665,00	595,00	690,00
Grecia	259,20	262,00	240,00	277,00
Hong Kong	1.508,20	1.472,00	1.396,00	1.661,00
Irlanda	NA	NA	NA	NA
Lussemburgo	26,00	25,00	24,00	29,00
Paesi Bassi	137,40	135,00	128,00	150,00
Polonia	437,00	438,00	400,00	471,00
Portogallo	50,40	51,00	49,00	52,00
Qatar	42,20	42,00	41,00	43,00
Regno Unito	2.183,20	2.179,00	2.105,00	2.288,00
Slovenia	61,00	61,00	51,00	72,00
Spagna	3.270,00	3.241,00	3.167,00	3.419,00
Stati Uniti	4.220,20	4.180,00	4.102,00	4.369,00
Sudafrica	336,20	338,00	322,00	352,00
Svezia	256,80	255,00	253,00	265,00
Svizzera	241,20	240,00	236,00	246,00
Ungheria	49,80	50,00	48,00	52,00

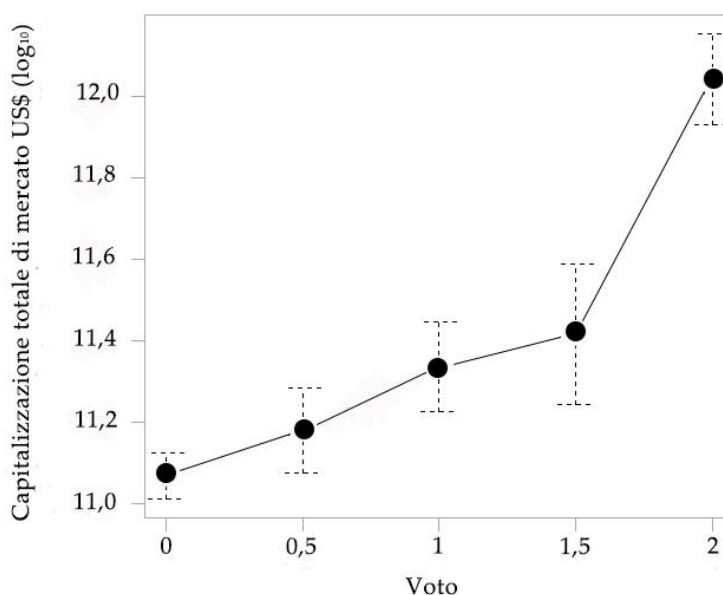
Tabella n. 9 – Sintesi dei valori di “B<sub>4</sub>”

Stato	Totale scambi /Pil (%)			
	Media	Mediana	Minimo	Massimo
Argentina	0,62	0,60	0,30	0,90
Austria	8,10	6,60	5,90	12,70
Belgio	20,92	20,30	19,60	22,30
Brasile	33,32	31,70	27,60	41,60
Canada	78,80	75,60	72,50	88,20
Danimarca	59,35	60,52	47,02	78,36
Emirati Arabi Uniti	2,76	1,60	0,10	5,90
Finlandia	78,35	74,21	73,24	94,50
Francia	43,82	41,50	39,50	51,30
Germania	40,08	36,90	34,80	48,60
Grecia	10,90	10,20	6,60	14,60
Hong Kong	532,16	522,90	421,40	654,00
Irlanda	4,92	4,20	3,40	6,60
Lussemburgo	0,24	0,20	0,20	0,40
Paesi Bassi	56,98	55,30	50,50	66,80
Polonia	13,12	14,00	10,70	14,80
Portogallo	17,50	17,40	12,30	22,60
Qatar	11,56	10,20	4,20	26,00
Regno Unito	89,30	106,90	39,60	144,10
Slovenia	1,06	1,00	0,90	1,50
Spagna	75,66	73,10	64,90	96,60
Stati Uniti	228,72	211,60	203,50	282,90
Sudafrica	88,10	86,90	79,70	99,80
Svezia	120,75	119,52	105,32	141,03
Svizzera	113,62	105,30	89,50	151,20
Ungheria	10,68	8,60	5,10	20,40

I risultati mostrano in tutti i casi una correlazione statisticamente significativa, potendosi così affermare che all'aumentare di "A" aumenta in modo rilevante sia "B<sub>1</sub>" sia "B<sub>2</sub>" sia "B<sub>3</sub>" sia "B<sub>4</sub>". In particolare, i valori riportati sono i seguenti:

- "A" correlato con "B<sub>1</sub>",  $\rho = 0,45$ ,  $P^{303} = 8,31 \times 10^{-8}$  (Grafico n. 10)<sup>304</sup>;
- "A" correlato con "B<sub>2</sub>",  $\rho = 0,51$ ,  $P = 1,04 \times 10^{-9}$  (Grafico n. 11);
- "A" correlato con "B<sub>3</sub>",  $\rho = 0,55$ ,  $P = 3,31 \times 10^{-11}$  (Grafico n. 12);
- "A" correlato con "B<sub>4</sub>",  $\rho = 0,55$ ,  $P = 1,37 \times 10^{-11}$  (Grafico n. 13).

Grafico n. 10 – Correlazione fra "A" e "log<sub>10</sub>B<sub>1</sub>"<sup>305</sup>



<sup>303</sup> In statistica inferenziale il valore P (o *probability-value*, o *p-value*) di un test di verifica d'ipotesi indica la probabilità di ottenere un risultato pari, o più estremo, di quello osservato, supposta vera l'ipotesi nulla (l'ipotesi che si vuole verificare nel test, in contrapposizione all'ipotesi alternativa). Talvolta viene anche chiamato livello di significatività osservato. Sullo stesso test di verifica d'ipotesi, il valore P indica il minimo livello di significatività per il quale l'ipotesi nulla viene rifiutata. Ovvero, l'ipotesi nulla viene negata se il test fornisce un valore P inferiore al livello di significatività rilevante, e viene accettata altrimenti. Una serie di dati viene detta statisticamente significativa se il suo valore P è minore o uguale a 0,05 (ovvero il 5%). Per una prima definizione del valore P cfr. P. NEWBOLD – W. L. CARLSON – B. M. THORNE, *op. cit.*, 335.

<sup>304</sup> I valori visualizzati nel grafico corrispondono alle medie; il minimo e il massimo sono indicati, rispettivamente, dalla linea tratteggiata inferiore e superiore.

<sup>305</sup> Si è deciso di utilizzare, nella rappresentazione grafica, il logaritmo decimale di "B<sub>1</sub>", anziché il suo valore assoluto, poiché la grandezza dei valori rappresentati dalla variabile ha una variabilità molto alta (da 10<sup>11</sup> a 10<sup>12</sup>), mentre la sua funzione logaritmica ne ha una molto inferiore (da 11 a 12).

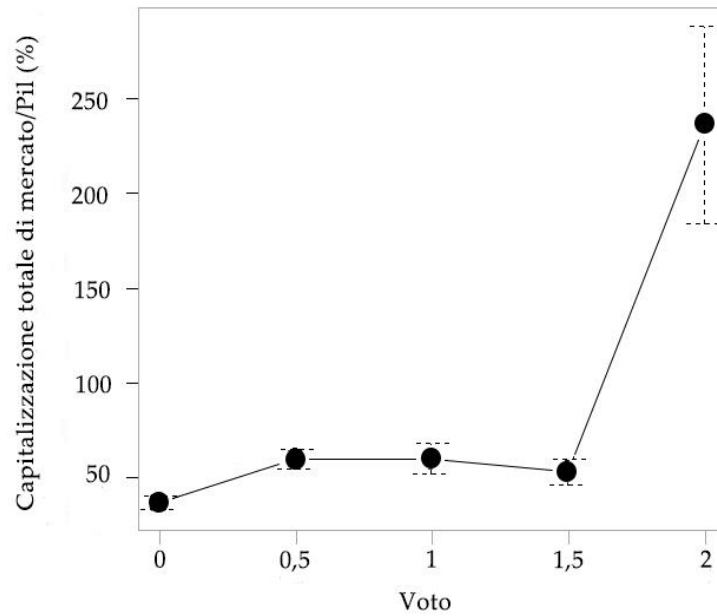
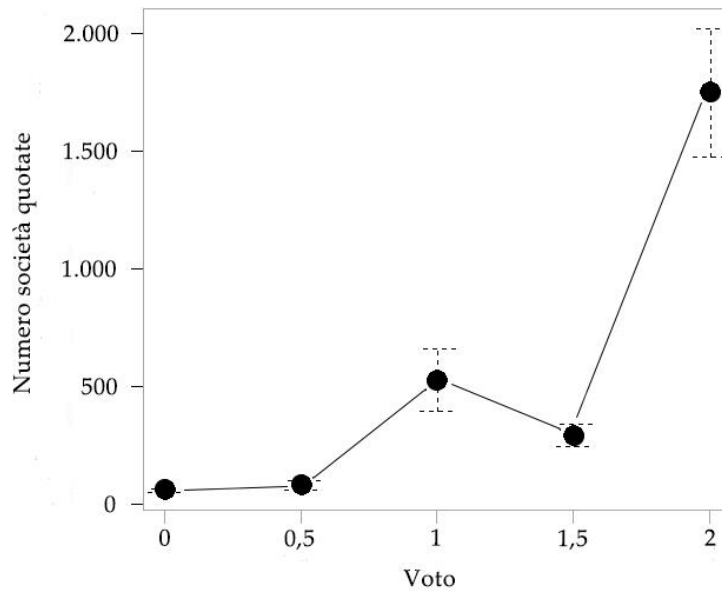
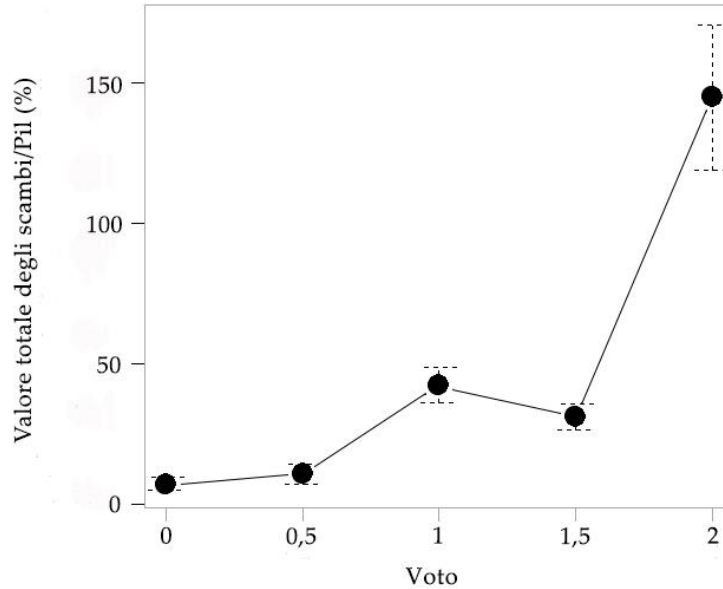
Grafico n. 11 – Correlazione fra “A” e “B<sub>2</sub>”Grafico n. 12 – Correlazione fra “A” e “B<sub>3</sub>”

Grafico n. 13 – Correlazione fra “A” e “B<sub>4</sub>”

Gli esiti dell'indagine empirica consentono di rilevare, pertanto, che a un ordinamento più "liberale" corrisponde tendenzialmente un mercato di capitali più sviluppato, non volendo, assolutamente, asserire, come accennato in precedenza, che si tratti della variabile più significativa o che esaurisca la spiegazione di un fenomeno articolato e in continua evoluzione.



CAPITOLO III  
LA RIFORMA DEL 2014

SOMMARIO: 1. Il *background* europeo – 2. L'art. 20 del d. l. 24 giugno 2014, n. 91. La scelta del “doppio binario” e le ragioni ispiratrici della riforma – 3. Autonomia statutaria nella configurazione dei diritti di voto e tipo sociale

### 1. Il *background* europeo

Dopo aver mostrato che fra i Paesi Europei il ricorso al voto plurimo è assai esteso, si ripercorrono ora le principali tappe del dibattito europeo sul tema, per sottolineare come, negli ultimi, anni vi sia stato un radicale mutamento di prospettiva sui criteri di attribuzione del diritto di voto degli azionisti e sulla necessità di una loro armonizzazione in ambito comunitario.

Nel settembre del 2001 la Commissione Europea istituì l' *High Level Expert Group on Company Law*<sup>306</sup>, con l'obiettivo di avviare una discussione sulla necessità di modernizzazione del diritto societario in Europa, affidandogli un doppio mandato: in primo luogo, di rispondere alle preoccupazioni espresse dal Parlamento europeo in sede di negoziazioni della proposta di tredicesima direttiva<sup>307</sup> e, poi, di fornire alla

---

<sup>306</sup> Cfr. IP/01/1237 del 4 settembre 2001; il gruppo era composto da 7 esperti di diversi Stati membri e nello specifico da: Jaap Winter, come Presidente, José Maria Garrido Garcia, Klaus J. Hopt, Jonathan Rickford, Guido Rossi, Jan Christensen, Joëlle Simon.

<sup>307</sup> La prima manifestazione di interesse a livello comunitario sui temi relativi alle offerte pubbliche di acquisto risale al 1974, anno in cui la Commissione conferì a un gruppo di studio presieduto dal prof. Pennington l'incarico di approfondire il livello delle legislazioni in materia. Tale primo tentativo di affrontare la questione rimase, tuttavia, senza seguito per oltre un decennio. Fu soltanto nel 1985 che, nell'ambito del Libro Bianco sul completamento del mercato interno (cfr. COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Completing the Internal Market. White Paper from the Commission to the European Council*, COM(85) 310 final, Bruxelles, 14 giugno 1985), fu espresso una concreta volontà di armonizzazione con riguardo alle acquisizioni societarie. In tale documento è, in effetti, possibile rinvenire gran parte dell'approccio legislativo che sarebbe stato successivamente adottato dalla Commissione nella proposta di direttiva del 1996 (cfr. COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Proposal for a 13th European Parliament and Council Directive on company law concerning takeover bids*. COM(95) 655 final, Bruxelles, 7 febbraio 1996). Nell'anno successivo, la Commissione presentò una versione ulteriormente modificata, includendo alcune revisioni richieste dal Parlamento (cfr. COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Amended proposal for a 13th European Parliament and Council Directive on company law concerning takeover bids*. COM(97) 565 final, Bruxelles, 10 novembre 1997). Nonostante un maggiore consenso, la spinta per la ricerca di un accordo si ebbe solo all'indomani di un

tentativo di scalata compiuto, nell'autunno del 1999, dalla società inglese Vodafone AirTouch Plc. sul conglomerato tedesco Mannesman AG (all'epoca era stata recentemente adottata la nuova legge tedesca in materia di *takeover*, il *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich*, "KonTraG", che aveva vietato la maggior parte delle difese preventive e condotto, indirettamente, al successo dell'operazione di acquisizione della società Mannesman AG da parte di Vodafone AirTouch Plc; per riferimenti alla vicenda cfr. J. GRANT, *Takeovers and the Market for Corporate Control*, in *European Takeovers. The Art of Acquisition*, a cura di J. GRANT, London, 2005, 3; M. BECHT, *Reciprocity in Takeovers*, 2003, consultabile su <http://ssrn.com/abstract=463003>); tale episodio ingenerò forte preoccupazione nell'opinione pubblica tedesca e portò diverse società di grandi dimensioni aventi sede in Germania a essere intensamente coinvolte nel dibattito parlamentare in merito alla tredicesima direttiva (cfr. R. SKOG, *The Takeover Directive – an endless saga?*, in *Eur. Bus. L. Rev.*, 2002, 301). Successivamente, nel marzo del 2000, il Consiglio Europeo di Lisbona iscrisse la Direttiva OPA nel *Financial Service Action Plan* (FSAP) come misura prioritaria per l'integrazione dei mercati finanziari. Ciò permise di arrivare a una posizione unanimemente accettata dal Consiglio il 19 giugno 2000 (cfr. COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, *Common Position (EC) No 1/2001, with a view to adopting a Directive 2000/.../EC of the European Parliament and of the Council of ... on company law concerning takeover bids*, Bruxelles, 19 giugno 2000) e dalla Commissione il 26 luglio 2000 (cfr. COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Communication from the Commission to the European Parliament pursuant to the second subparagraph of Article 251(2) of the EC Treaty concerning the Common position of the Council on the adoption of a European Parliament and Council Directive on company law concerning takeover bids. SEC(2000) 1300 final*, Bruxelles, 26 luglio 2000). Anche la nuova bozza fu fonte di aspri dibattiti fra gli Stati membri e il testo della posizione comune fu presentato nuovamente al Parlamento Europeo, il quale approvò importanti cambiamenti, identificando, in particolare, l'esistenza di un disaccordo sull'introduzione della regola di neutralità in assenza di un livello comune di disciplina (*level playing field*) all'interno dell'Unione e rilevando così l'impossibilità di procedere in assenza di una procedura di conciliazione, ex art 251 del Trattato. Nel gennaio del 2001 fu così istituito un Comitato Paritetico formato da componenti del Parlamento, del Consiglio e della Commissione (*Conciliation Committee*) che arrivò, nel giugno del 2001, all'adozione di un compromesso sulle due questioni ancora irrisolte: le misure difensive e i diritti di informazione dei lavoratori. Anche tale ultimo tentativo era, comunque, destinato a fallire in seguito al noto voto paritetico (273 voti favorevoli e 273 contrari) espresso dal Parlamento Europeo nella seduta plenaria del 4 luglio 2001 (cfr. S. HIX – A. G. NOURY – G. ROLAND, *Democratic Politics in the European Parliament*, Cambridge, 2007, 200). La situazione di stallo era da ricollegarsi all'opposizione della Germania in merito al proposto obbligo di astensione da parte del *management* della società *target* dall'adozione di misure volte a contrastare il buon esito dell'offerta; obbligo ritenuto inaccettabile in un contesto europeo caratterizzato da severe differenze nella legislazione dei Paesi membri, ritenendosi, in particolare, che l'implementazione di una siffatta regola avrebbe comportato un'eccessiva vulnerabilità delle società con sede negli Stati membri, i cui ordinamenti avevano deciso di imporre il principio *one share – one vote*, lasciando, invece, impregiudicate le possibilità di difesa degli emittenti di Paesi che avessero previsto maggiori deroghe alla regola di proporzionalità fra proprietà azionaria e potere di voto. L'allarmante impossibilità di raggiungere un accordo portò la Commissione a nominare, nel settembre del 2001, un gruppo di esperti (*High Level Expert Group on Company Law*) con il compito di esaminare le obiezioni sollevate e riferire alla Commissione entro la fine del 2001. Sulla storia della tredicesima direttiva, che, infine, fu adottata in data 21 aprile 2004, cfr. P. ZUMBANSEN, *European Corporate Law and National Divergences: The Case of Takeover Regulation*, in *Wash. U. Global Stud. L. Rev.*, 2004, 867; V. EDWARDS, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On?*, in *Eur. Comp. & Fin. L. Rev.*, 2004, 416; S. HIX – A. G. NOURY – G. ROLAND, *op. cit.*, 200.

Commissione raccomandazioni per lo sviluppo di una progredita cornice regolamentare della materia societaria. A seguito della posizione espressa nel 2002 dall'*High Level Expert Group on Company Law*, secondo cui una regolamentazione europea finalizzata a creare condizioni paritetiche in ambito di offerte pubbliche di acquisto non potrebbe prescindere dal principio di proporzionalità fra rischio economico e diritti di controllo sulla società, proponendosi, fra l'altro, l'introduzione, in sede comunitaria, del principio *one share – one vote*<sup>308</sup>, la Commissione Europea, nell'*Action Plan* sulla modernizzazione del diritto societario e sul miglioramento della *corporate governance* nell'Unione Europea del 21 maggio 2003<sup>309</sup>, propose di realizzare uno studio per indagare le effettive deviazioni dal principio di proporzionalità fra capitale sottoscritto e diritti di voto presenti nei singoli ordinamenti degli Stati membri; necessità che fu ulteriormente sottolineata nel 2006 da parte di diversi *stakeholders* all'esito della consultazione promossa in data 20 dicembre 2005 dalla Direzione Generale per il mercato interno e i servizi sulle future priorità riguardanti l'*Action Plan* di cui sopra<sup>310</sup>. Lo studio, commissionato poco dopo<sup>311</sup> e realizzato il 18 maggio 2007,

---

<sup>308</sup> Cfr. THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on Issues related to Takeover Bids*, Bruxelles, 10 gennaio 2002, 3, 73.

<sup>309</sup> Cfr. COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament. Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward*. COM(2003) 284 final, Bruxelles, 21 maggio 2003, 14.

<sup>310</sup> Alla consultazione, conclusa il 31 marzo 2006, risposero in totale 266 diversi *stakeholder* sia europei che *extra* europei; in particolare ci furono responsi da 8 accademici, 11 intermediari finanziari, 59 fondazioni, 45 società industriali, 19 investitori istituzionali, 9 autorità pubbliche, 5 sindacati e 11 fra studi legali, contabili e altri professionisti. Con specifico riferimento alla necessità di un intervento comunitario sulla materia della proporzionalità fra diritti di voto e capitale sottoscritto, le risposte furono divergenti, essendo, da una parte, favorevoli gli investitori istituzionali, dall'altra, contrari, gli emittenti e in una posizione intermedia gli accademici. Le opinioni a favore, infine, non trovavano un punto di accordo sulla scelta dello strumento con cui intervenire, suddividendosi, principalmente, coloro che suggerivano una direttiva (44,8%) da quelli che proponevano una raccomandazione (41,7%). Cfr. DIRECTORATE GENERAL FOR INTERNAL MARKET AND SERVICES, *Consultation and Hearing on Future Priorities for the Action Plan on Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union. Summary Report*, maggio 2006, 8.

<sup>311</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION. INTERNAL MARKET AND SERVICES DG, *Invitation to tender MARKT/2006/15/F*, pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea 2006/S74-076808 del 15 aprile 2006. Nel medesimo contesto, il Parlamento Europeo, nell'attesa dei risultati dello studio promosso dalla Commissione, implementò un proprio rapporto sui recenti sviluppi e le prospettive in

dopo un'ampia ricognizione dei meccanismi di rafforzamento del controllo in generale (*control enhancing mechanisms, CEMs*) e delle deroghe al principio di proporzionalità presenti in 19 ordinamenti e 464 società con azioni quotate in mercati europei nel periodo 1 gennaio 2004 – 24 maggio 2006, concluse che non vi sono argomentazioni univoche a sostegno del principio *one share – one vote*<sup>312</sup>.

Pochi mesi dopo, nel dicembre del 2007, la Commissione Europea pubblicò l'*Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies* in cui furono presentati i potenziali vantaggi e svantaggi in relazione alla possibilità di intraprendere iniziative di *policy* sul tema<sup>313</sup>. Avendo quindi valutato tutte le argomentazioni, nonché quanto espresso dall'*European Corporate Governance Forum*

---

relazione al diritto societario europeo, in cui si indicava che la Commissione non dovrebbe procedere ad alcuna iniziativa legislativa con riferimento al principio *one share – one vote* prima che pervenga una valutazione dell'applicazione della Direttiva 2004/25/CE in materia di OPA, cfr. EUROPEAN PARLIAMENT, *Report on recent developments and prospects in relation to company law. (2006/2051(INI))*, Bruxelles, 26 giugno 2006, 9.

<sup>312</sup> Cfr. INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES – SHEARMAN & STERLING LLP – EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Bruxelles, 18 maggio 2007. Alle stesse conclusioni era, peraltro, pervenuto uno studio simile avente ad oggetto 4.410 società europee, cfr. M. BENNEDSEN – K. M. NIELSEN, *The Principle of Proportional Ownership, Investor Protection and Firm Value in Western Europe*, 2006, consultabile su <http://ssrn.com/abstract=941054>. In senso analogo M. BURKART – S. LEE, *The One Share – One Vote Debate: A Theoretical Perspective*, 2007, consultabile su [http://ssrn.com/abstract\\_id=987486](http://ssrn.com/abstract_id=987486); R. ADAMS – D. FERREIRA, *One Share, One Vote: The Empirical Evidence*, 2007, in *Rev. Fin.*, 2008, 51; G. A. FERRARINI, *One Share - One Vote: A European Rule?*, 2006, consultabile su <http://ssrn.com/abstract=875620>. Una ricerca meno recente, commissionata nel 2005 dall'*Association of British Insurers* e riferita ai 300 emittenti quotati dell'indice FTSE Eurofirst 300 alla data del 1° luglio 2004, mostrava come il 20% dei componenti il campione adottassero le azioni a voto plurimo e solo una esigua minoranza di essi il principio di stretta proporzionalità fra capitale sottoscritto e diritti di voto (così il 14% delle società olandesi, il 25% di quelle svedesi e il 31% di quelle francesi), cfr. DEMINOR RATING, *Application of the one share – one vote principle in Europe*, 2005.

<sup>313</sup> Cfr. COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies. SEC(2007) 1705*, Bruxelles, 12 dicembre 2007. Dello stesso periodo è anche il rapporto sul principio di proporzionalità redatto dall'*Organisation for Economic Co-operation and Development*, cfr. OECD STEERING GROUP ON CORPORATE GOVERNANCE, *Lack of Proportionality Between Ownership and control: Overview and Issues for discussion*, dicembre 2007, consultabile su <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/40038351.pdf>, in cui si sottolinea come il costo relativo all'implementazione del principio *one share – one vote* sarebbe alquanto elevato, potendo comportare, al contempo, che gli emittenti adoperino altri meccanismi per differenziare i diritti inerenti le diverse partecipazioni azionarie e che nuove società a proprietà concentrata non considerino l'opzione della quotazione quale mezzo di recepimento di capitali.

*Working Group*<sup>314</sup>, nel proprio *paper* sul principio di proporzionalità, il Commissario McCreedy evidenziò che non risultavano ragioni per giustificare un intervento comunitario in materia<sup>315</sup>. La stessa *DG Internal Market and Services* decise di interrompere i lavori di approfondimento in questa materia<sup>316</sup> nonostante, all'epoca, molti autori ritenessero 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<sup>317</sup>.

Più recentemente, il Piano d'Azione della Commissione sul diritto societario europeo e la *corporate governance* del 12 dicembre 2012<sup>318</sup>, prima, e il Libro Verde sul finanziamento a lungo termine dell'Unione Europea del 9 aprile 2013<sup>319</sup>, poi, hanno

---

<sup>314</sup> Il gruppo, che era composto da 3 membri dell' *European Corporate Governance Forum* (José Garrido Garcia, Jaap Winter ed Eddy Wymeersch) e da 3 componenti l'*High Level Group of Company Law Experts* (Klaus Hopt, Jonathan Rickford e Jan Schans Christensen), raccomandò alla Commissione di adottare, nel breve termine, misure atte a incrementare il livello di *disclosure* sui meccanismi potenzialmente devianti dal principio di proporzionalità fra capitale sottoscritto e diritti di voto e, nel lungo termine, di ottenere maggiori dati e implementare ulteriori analisi sul tema, cfr. EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE FORUM WORKING GROUP, *Paper of the European Corporate Governance Forum Working Group on Proportionality*, Bruxelles, giugno 2007, 4.

<sup>315</sup> Cfr. C. MCCREEVY, *Speech by Commissioner McCreedy at the European Parliament's Legal Affairs Committee*. SPEECH/07/592, Bruxelles, 3 ottobre 2007, 4.

<sup>316</sup> Cfr. sull'argomento anche G. J. VOSSESTEIN, *Modernization of European Company Law and Corporate Governance. Some Considerations on its Legal Limits*, Alphen aan den Rijn, 2010, 253.

<sup>317</sup> Cfr. S. J. GROSSMAN – O. D. HART, *One share - One vote and the Market for Corporate Control*, in *J. Fin. Econ.*, 1988, 175; L. A. BEBCHUK – R. KRAAKMAN – G. TRIANTIS, *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights*, in *Concentrated Corporate Ownership*, a cura di R. MORCK, Chicago, 2000, 445; S. CLAESSENS – S. DJANKOV – J. P. H. FAN – L. H. P. LANG, *Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings*, in *J. Fin.*, 2002, 2741; G. A. JARRELL – A. B. POULSEN, *Dual-class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms: the recent evidence*, in *J. Fin. Econ.*, 1988, 129, in cui si evidenzia come il valore dell'impresa aumenti a seguito di operazioni di conversione delle azioni con diversi diritti di voto in una sola categoria azionaria; in senso analogo E. MAYNES, *Reallocation of voting rights and shareholders' wealth*, in *Can. J. Econ.*, 1992, 538.

<sup>318</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Action Plan: European company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies*. COM(2012) 740 final, Strasbourg, 12 dicembre 2012, 4. Per commenti e osservazioni sull'*Action Plan* del 2012 cfr. THE FORMER REFLECTION GROUP ON THE FUTURE OF EU COMPANY LAW, *Response to the European Commission's Action Plan on Company Law and Corporate Governance*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2013, 304.

<sup>319</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Green paper. Long-term Financing of the European Union*. COM(2013) 150 final/2, Bruxelles, 9 aprile 2013, 15.

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 potenziato<sup>320</sup>.

Tale possibilità è stata, da ultimo, esplicitamente inserita nella proposta di modifica della Direttiva 2007/36/CE, a seguito degli emendamenti introdotti dal Parlamento Europeo in data 12 maggio 2015 e, in particolare, nell'art. 3-*sexies-bis*, ove si prescrive che: "Gli Stati membri istituiscono un meccanismo per promuovere la partecipazione azionaria a lungo termine e favorire gli azionisti a lungo termine. Gli Stati membri definiscono il periodo minimo affinché un azionista possa essere considerato un azionista a lungo termine, periodo che in ogni caso non deve essere inferiore a due anni. Il meccanismo di cui al primo comma include uno o più di uno dei seguenti vantaggi per gli azionisti a lungo termine: ulteriori diritti di voto; incentivi fiscali; premi di fedeltà; azioni che garantiscono un diritto di voto maggiorato per chi possiede azioni a lungo termine."<sup>321</sup>

---

<sup>320</sup> La necessità di un maggior *engagement* degli azionisti nel lungo periodo era già stata espressa nell'ambito della Direttiva 2007/36/CE dell'11 luglio 2007, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, recepita in Italia con il d. lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, il cui articolo 3 introduceva nel TUF l'art. 127-*quater* sulla maggiorazione del dividendo, con cui si consentiva agli statuti di premiare il possesso ininterrotto, per un periodo pari ad almeno un anno, delle azioni in capo a un medesimo soggetto, assegnandogli una maggiorazione non superiore al 10% del dividendo distribuito alle altre azioni. Una norma simile si ritrova nel *code de commerce* francese, il cui articolo L 232-14 prevede che: "*Une majoration de dividendes dans la limite de 10% peut être attribuée par des statuts à tout actionnaire qui justifie, à la clôture de l'exercice, d'une inscription nominative depuis deux ans au moins et du maintien de celle-ci à la date de mise en paiement du dividende. Son taux est fixé par l'assemblée générale extraordinaire. Dans les sociétés dont les titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé, le nombre de titres éligibles à cette majoration de dividendes ne peut excéder, pour un même actionnaire, 0,5% du capital de la société. La même majoration peut être attribuée, dans les mêmes conditions en cas de distribution d'actions gratuites. Cette majoration ne peut être attribuée avant la clôture du deuxième exercice suivant la modification des statuts.*" Per un'analisi delle disposizioni dell'art. 127-*quater* TUF cfr. M. STELLA RICHTER JR, *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 89; R. CUGNASCO, *Art. 127-*quater**, in *Commentario T.U.F. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di F. VELLA, Torino, 2012, II, 1401; ID., *La maggiorazione de dividendo nelle società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 921; G. A. RESCIO, *Art. 127-*quater**, in *Il testo Unico della Finanza*, a cura di M. FRATINI – G. GASPARRI, Milano, 2012, II, 1782.

<sup>321</sup> Cfr. EUROPEAN PARLIAMENT, *Report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement*

Da quanto riportato, emerge, come sia radicalmente mutata la prospettiva del legislatore europeo in ambito di regolamentazione dei diritti inerenti la partecipazione azionaria nelle società quotate, sicuramente anche a seguito del mutato contesto economico europeo e globale, passando dal considerare l'eventualità di una rigida imposizione 1S – 1V, che favorisse l'implementazione di un omogeneo mercato del controllo societario, alla valutazione della possibilità di introdurre, in via cogente, incentivi alla partecipazione degli azionisti nel lungo periodo (tra cui voti multipli, voti di fedeltà, dividendi di fedeltà e incentivi fiscali), con la convinzione, espressamente dichiarata anche nel considerando (2 bis) dell'ultimo testo di proposta di Direttiva<sup>322</sup>, che modifica la direttiva 2007/36/CE e la direttiva 2013/34/UE, in esame attualmente al Parlamento Europeo, che “un maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle imprese *sia* una delle leve che può contribuire a un miglioramento dei risultati, finanziari e non finanziari, di queste ultime”.

2. *L'art. 20 del d. l. 24 giugno 2014, n. 91. La scelta del “doppio binario” e le ragioni ispiratrici della riforma*

L'opportunità di (re)introdurre le azioni a voto plurimo, come sottolineato in precedenza, era stata già valutata dal legislatore nel contesto della riforma organica del diritto societario del 2003.

---

(COM(2014)0213 – C7 0147/2014 – 2014/0121(COD)). A8-0158/2015, Strasbourg, 12 maggio 2015. Tale proposta, tuttavia, è stata successivamente soppressa dal Parlamento Europeo nella votazione tenutasi in data 8 luglio 2015, ma non si può escludere che venga riproposta in un testo aggiornato; cfr. EUROPEAN PARLIAMENT, *Long-term shareholder engagement and corporate governance statement. Amendments adopted by the European Parliament on 8 July 2015 on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement.* (COM(2014)0213 – C7-0147/2014 – 2014/0121(COD)). P8\_TA-PROV(2015)0257, Strasbourg, 8 luglio 2015. Sull'argomento cfr. anche A. JOHNSTON – P. MORROW, *Towards long-termism in corporate governance: the Shareholder Rights Directive and beyond*, in *Long-term investment and the Sustainable Company: a stakeholder perspective*, a cura di S. VITOLS, Bruxelles, 2015, 19.

<sup>322</sup> In cui, come ricordato, la proposta di introdurre meccanismi di incentivazione della partecipazione degli azionisti, quali voti potenziati, *loyalty shares*, *loyalty dividends* e incentivi fiscali, è stata espunta.

Da allora, tuttavia, non erano mancate voci critiche in dottrina che avevano eccepito come le ragioni addotte per giustificare il mantenimento del divieto di emissione di azioni a voto multiplo non trovassero più un effettivo fondamento nel mutato contesto dell'ordinamento societario<sup>323</sup>.

Verrebbe subito da chiedersi, allora, cosa sia cambiato dalla riforma del 2003 alla novella del 2014, che abbia indotto il legislatore a un drastico ripensamento sul tema.

Prima di esaminare le possibili ragioni sottese al recente intervento legislativo, è utile, peraltro, ricostruire brevemente l'*iter* che ha portato alla nuova formulazione dell'art. 2351 c.c.

Il decreto legge 91/2014, nell'originaria versione entrata in vigore il 25 giugno 2014, prevedeva, all'art. 20, l'introduzione, attraverso l'art. 127-*quinquies* TUF, del solo istituto della maggiorazione del voto per le società quotate, disponendosi, in particolare, che: "in deroga all'articolo 2351, quarto comma, del codice civile, gli statuti possono disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 2. [...]".

La proposta di ammettere il voto plurimo nelle società non quotate viene, per la prima volta, avanzata il 22 luglio 2014, tramite l'emendamento n. 20.100 al disegno di legge n. 1541, presentato dai relatori Massimo Mucchetti e Francesco Maria Marinello alle Commissioni 10<sup>a</sup> e 13<sup>a</sup> riunite del Senato, con cui si introduceva il comma 8-*bis* all'art. 20 del precedente d.l. 24 giugno 2014, n. 91.

Licenziato dal Senato il testo provvisorio del disegno di legge di conversione in data 25 luglio 2014, viene posta alla Camera, nella seduta del 4 agosto 2014, la questione di fiducia sull'approvazione, senza emendamenti ed articoli aggiuntivi,

---

<sup>323</sup> Cfr. *supra* cap. I, par. 6.



dell'articolo unico del sopra citato disegno di legge di conversione, la quale viene accolta il giorno successivo con 352 voti favorevoli, 193 contrari e 7 astenuti.

Si arriva così, successivamente all'ulteriore passaggio in Senato con l'approvazione definitiva del 7 agosto 2014, alla legge 11 agosto 2014, n. 116, entrata in vigore il 21 agosto 2014, con cui si introducono definitivamente i nuovi istituti del voto plurimo e maggiorato.

Senza entrare nel merito delle problematiche sottese all'istituto della maggiorazione del voto, di cui all'art. 127-*quinquies* TUF, si accenna che, benché non sia stata introdotta un'analogha previsione per le società non quotate, il voto plurimo e il voto maggiorato, come si dimostrerà ampiamente *infra* al cap. V, si pongono in un rapporto di genere e specie, essendo l'ultimo una speciale estrinsecazione del primo.

Passando ora all'esame delle ragioni che hanno ispirato l'intervento del legislatore, si sottolinea come non sia mancato chi, fra i primi commentatori, abbia rimarcato che la riforma del 2014 sia stata dettata da valutazioni contingenti.

Si è affermato, in particolare, che l'introduzione delle azioni a voto maggiorato risponda a ragioni di finanza pubblica, per cui sia possibile alienare ulteriori partecipazioni statali in società quotate senza ridurre la situazione di potere preesistente<sup>324</sup>. Come è stato efficacemente osservato<sup>325</sup>, tuttavia, non è del tutto sicuro che siffatto strumento sia realmente in grado di contribuire efficacemente alle finanze pubbliche: non si può non tener conto, infatti, della diminuzione dei flussi di cassa positivi, percepiti con i dividendi, che deriverebbe da un'eventuale cessione, dovendosi concludere che l'operazione potrebbe contribuire positivamente al bilancio del singolo anno, creando scompensi per quelli successivi. Potrebbe non essere un caso,

---

<sup>324</sup> Cfr. C. F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 779.

<sup>325</sup> Cfr. C. ANGELICI, *Intervento*, in AA. VV., *Voto maggiorato, voto plurimo, e modifiche dell'OPA*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 211.

perciò, che non si sia sfruttata la finestra del *quorum* agevolativo<sup>326</sup>, chiusasi il 31 gennaio 2015, per dismettere parte delle partecipazioni pubbliche detenute.

Si segnala nondimeno che il voto maggiorato è stato adottato, in data 28 aprile 2015, dalla società Hera s.p.a., una delle più importanti *multiutilities* italiane, nata nel 2002 dall'aggregazione di diverse aziende municipalizzate.

Più convincente appare la tesi secondo cui l'intervento riformatore sia stato informato da un'esigenza di concorrenza tra ordinamenti<sup>327</sup>.

Esemplare è al riguardo, in termini di tempismo, il parallelo con una vicenda di mobilità transfrontaliera intracomunitaria largamente conosciuta, ossia il caso di Fiat s.p.a. conclusosi con la fusione per incorporazione della predetta società nella sua controllata Fiat Investments N.V., rinominata Fiat Chrysler Automobiles N.V., a seguito della quale gli azionisti dell'incorporata Fiat s.p.a. si vedevano attribuire speciali azioni di fedeltà<sup>328</sup>.

A conferma di quanto detto, si riporta un passaggio del Form F-4 depositato in data 3 luglio 2014 dalla società Fiat Investments N.V. presso la *Securities and Exchange Commission*, ai fini della futura quotazione presso il *New York Stock Exchange*, ove si recita che: *"The Board of Directors believes that a strong base of core shareholders has benefited and will continue to benefit us. Multiple voting mechanisms, particularly those that recognize the importance of core shareholders while encouraging new shareholders to invest for the long term can be effective in promoting long-term stability of a business. These mechanisms in varying form are common in a number of jurisdictions such as the United States, Sweden,*

---

<sup>326</sup> L'art. 20 della legge 116/2014 prevede, infatti, che: "le deliberazioni di modifica dello statuto assunte entro il 31 gennaio 2015 da società aventi titoli quotati nel mercato regolamentato italiano iscritte nel registro delle imprese alla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto, con cui viene prevista la creazione di azioni a voto maggiorato ai sensi dell'articolo 127-quinquies del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, sono prese, anche in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno la maggioranza del capitale rappresentato in assemblea".

<sup>327</sup> Cfr. P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2015, 448.

<sup>328</sup> Per una ricostruzione dettagliata della vicenda, oltre a P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali cit.*, 448, cfr. F. PERNAZZA, *La mobilità delle società in Europa da Daily Mail a Fiat Chrysler Automobiles*, in *Dir. comm. int.*, 2015, 439.

*France and the Netherlands. Dutch law allows for the creation of multiple voting mechanisms, which are not permitted under Italian law and, therefore, the Merger will enable the adoption of an appropriate multiple voting mechanism*"<sup>329</sup>.

Si sottolinea, infine, come la rinnovata ammissibilità del voto plurimo, dopo più di sessant'anni, dalla sua messa al bando si collochi nella direzione di favorire la competitività delle imprese, anche attraverso l'accesso ai mercati di capitali, già intrapresa con la riforma del 2003<sup>330</sup>. Per verificare se l'obiettivo dichiarato verrà concretamente raggiunto sarà necessario osservare la futura prassi societaria, proponendosi, comunque, nel prosieguo del presente lavoro<sup>331</sup>, un'analisi volta a verificare, nell'ambito di diversi ordinamenti, l'eventuale incidenza della possibilità di emettere titoli con voto multiplo sull'incremento delle società quotate.

### 3. *Autonomia statutaria nella configurazione dei diritti di voto e tipo sociale*

Si propongono, ora, alcune riflessioni sui limiti posti dal legislatore alla libera contrattazione delle parti nella configurazione dei diritti di voto inerenti la partecipazione azionaria, anche alla luce della norma, di cui all'art. 2351, comma 4, c.c. che, salvo quanto previsto per le società con azioni quotate, fissa in tre il numero massimo dei voti attribuibili ad ogni azione.

---

<sup>329</sup> Cfr. FIAT INVESTMENTS N. V., *Form F-4*, 3 luglio 2014, 35, consultabile su <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1605484/000119312514260113/d704286df4.htm>.

<sup>330</sup> La finalità di favorire la quotazione è, inoltre, esplicitamente prevista nei lavori preparatori alla legge 11 agosto 2014, n. 116, cfr. CAMERA DEI DEPUTATI, *Disposizioni urgenti per il settore agricolo, la tutela ambientale e l'efficientamento energetico dell'edilizia scolastica e universitaria (D.L. Competitività) D.L. 91/2014 – A.C. 2568. Schede di lettura n. 209*, 29 luglio 2014, 276.

<sup>331</sup> Cfr. *infra* cap, IV, par. 5.

In generale, i limiti che circoscrivono l'autonomia statutaria discendono dai caratteri essenziali dei singoli tipi sociali<sup>332</sup>, dall'esistenza di principi inderogabili e da specifiche norme, pur esse inderogabili, espressione dei suddetti principi<sup>333</sup>.

Con riferimento al primo aspetto, la dottrina che più si è occupata di questa tematica ha individuato, innanzitutto, quali elementi identificativi del tipo della s.p.a.

a) la necessaria suddivisione del capitale sociale in un numero predeterminato di

---

<sup>332</sup> La locuzione "tipo" in ambito societario è pienamente recepita dal legislatore come dimostrato dall'uso testuale della medesima, innanzitutto, nell'art. 2249 c.c., in cui vengono con essa designate le società regolate negli articoli seguenti sotto i *nomina iuris* di società semplice, società in nome collettivo, società in accomandita semplice, società per azioni, società in accomandita per azioni e società a responsabilità limitata, le quali corrispondono ad altrettanti tipi legali. Dal momento che ciascuno di tali *nomina* individua, a propria volta, non una singola società nella sua concretezza bensì l'insieme delle ipotesi ad esso riconducibili, ne discende che il legislatore abbia voluto riferirsi, con il termine "tipo", ad uno strumento mediante cui possa identificarsi un'aggregazione omogenea di fenomeni costituenti una classe. Cfr., in questo senso, G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma, in Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa – G. B. Portale, Torino, 2006, 57. I "tipi", di cui all'art. 2249 c.c. risultano, inoltre, inseriti in un più vasto processo di astrazione, in cui essi si configurano, da un lato, come specie di raggruppamenti più generali e, dall'altro, come generi di specie più ristrette. La società per azioni è, così, ai sensi dell'art. 2249 c.c., un "tipo" di società, rappresentando la suddivisione di un insieme più vasto: la società, appunto, ex art. 2247 c.c., la quale, a sua volta, come si evince dalla rubrica di quest'ultimo, è un "tipo" di contratto, costituendo una *species* del *genus* disciplinato dall'art. 1321 c.c. Il tipo della società per azioni si suddivide nei sottotipi delle s.p.a. che non fanno (c.d. s.p.a. chiuse) e delle s.p.a. che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, di cui all'art. 2325-bis c.c.; e queste ultime in quelli delle s.p.a. con azioni quotate in mercati regolamentati e delle s.p.a. con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante. Ulteriori articolazioni si frappongono sia in senso discendente che ascendente. Nel primo senso, quale particolare specie della s.p.a. con azioni quotate, si colloca la s.p.a. italiana con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri Paesi dell'Unione Europea, ai sensi dell'art. 119 TUF; mentre, nel secondo senso, fra il tipo della società per azioni e la società in generale ex art. 2247 c.c. si interpone la classe "società di capitali", che, a seguito della riforma del 2003, ha acquistato il rango di vera e propria categoria normativa (si vedano ad esempio gli articoli 2500-ter, 2500-sexies e 2500-octies c.c.), in quanto alcune disposizioni si riferiscono a fattispecie identificate proprio con quei termini, cfr. P. SPADA, *Classi e tipi cit.*, 29. Le suddette classificazioni, essendo operate dal legislatore, hanno un valore prescrittivo; sono, cioè, finalizzate all'applicazione di una disciplina. In questo senso si può parlare del tipo societario in senso normativo, essendo la sua funzione quella di identificare le regole applicabili a tutti i fenomeni in esso ricompresi. La disciplina applicabile alla società per azioni sarà, pertanto, quella delle società di capitali (tra cui, ad esempio, l'art. 2500-sexies c.c.), quella generale della società (ad esempio l'art. 2250 c.c.) e del contratto (ad esempio l'art. 1375 c.c.). Sotto questo aspetto, è stato sostenuto che l'art. 2247 c.c. assolve alla funzione di rendere applicabili alle società tutte quelle norme sui contratti in generale, che non siano derogate da specifiche norme contenute nel libro quinto del codice civile, cfr. F. GALGANO, *Le società in genere*, in F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, Padova, 2014, IV, 3.

<sup>333</sup> In questo senso C. IBBA, *In tema di autonomia statutaria e norme inderogabili*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di M. CIAN, Padova, 2004, 143.

frazioni uguali, le azioni, le quali si manifestano come unità di misura quantitativa della partecipazione sociale<sup>334</sup>; e b) la limitazione del rischio di tutti i soci<sup>335</sup>. Sarebbe, invece, estranea alla qualificazione del tipo l'organizzazione corporativa, la quale non contribuirebbe a distinguere la società per azioni né dalle società di persone, dove può introdursi statutariamente, né dalla s.r.l., dove ricorre a livello di modello legale<sup>336</sup>.

L'autonomia statutaria deve, inoltre, fare i conti con l'esistenza (e l'imperatività) di principi generali non scritti ma desumibili dal sistema del diritto privato in genere e del diritto societario in specie.

Così il divieto del patto leonino, sancito per le società di persone dall'art. 2265 c.c., è stato ritenuto espressione di una più generale regola valevole anche nell'ambito delle società di capitali<sup>337</sup>, ponendo dei limiti alla possibilità, peraltro espressamente riconosciuta, di alterare statutariamente la proporzionalità fra conferimenti, partecipazioni e diritti sociali<sup>338</sup>.

---

<sup>334</sup> Cfr. P. SPADA, *La tipicità cit.*, 468; ID., *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, I, 95; M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo cit.*, 3. In senso analogo C. ANGELICI, *Le disposizioni generali sulla società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Torino, 1985, 16\*\*, 197; prima della riforma del 2003 si era ritenuto di rifiutare l'omologazione nell'ipotesi in cui un altro tipo societario deliberasse di trasformarsi in società per azioni senza effettuare la ripartizione delle azioni tra i soci, cfr. App. Torino, 29 marzo 1949, in *Foro it.*, 1950, I, 84; Trib. Roma, 4 agosto 1978, in *Foro it.*, 1979, I, 1098.

<sup>335</sup> Cfr. M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo cit.*, 74; G. ZANARONE, *Il ruolo cit.*, 87; secondo Abbadessa, ai fini della qualificazione del tipo sociale, sarebbe da ritenere determinante solo il *nomen iuris* prescelto dai soci ed inserito nella ragione o denominazione sociale, cfr. P. ABBADESSA, *Le disposizioni generali sulle società*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Torino, 1985, 16\*\*, 3. Sul tema cfr. anche Cass., 23 febbraio 1984, n. 1296, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1985, 197, in cui la Corte ha ritenuto che l'illimitata responsabilità dei soci per indeterminati ulteriori conferimenti o per perdite della gestione sociale esorbiti dai limiti di compatibilità di clausole atipiche col modello legale di società di capitali (nello specifico di una s.r.l.), negandone la qualificazione conforme al nome del tipo speso.

<sup>336</sup> In questo senso G. ZANARONE, *Il ruolo cit.*, 87.

<sup>337</sup> Cfr. *ex multis* N. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Milano, 1994, 70; G. MARASÀ, *Le società*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di G. IUDICA – P. ZATTI, Milano, 2000, 228; in giurisprudenza Cass., 21 gennaio 2000, n. 642, in *Società*, 2000, 697; Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, in *Giur. comm.*, 1995, II, 478.

<sup>338</sup> Sulla (non) compatibilità con il divieto del patto leonino di categorie azionarie che escludano totalmente la partecipazione ai risultati sociali cfr. P. SFAMENI, *op. cit.*, 89.

Poiché non è compito di questa breve analisi fornire una ricostruzione dettagliata dei suddetti principi, ci si limiterà a riportarne solamente uno ulteriore, particolarmente significativo per lo sviluppo della questione trattata.

Si tratta della tendenziale non possibilità di una totale dissociazione fra frazione di capitale azionario detenuta e diritti di voto; *rectius* del necessario possesso di un quantitativo minimo di azioni ai fini di esercitare un numero tale di voti che permetta il controllo di diritto.

La correlazione rischio/potere, come correttamente notato già prima della riforma del 2003<sup>339</sup>, lungi dall'essere assoluta e immutabile, sarebbe piuttosto l'espressione di regole economiche e giuridiche affermatesi secondo l'*id quod plurimque accidit*. Se infatti, anteriormente alla recente modifica dell'art. 2351 c.c., ai fini dell'esercizio del controllo nell'azienda per azioni, era sufficiente detenere il 25% + 1 azione del capitale sociale, ora tale percentuale si è dimezzata, individuandosi nel 12,5% + 1 azione.

Il nuovo regime delineato dall'art. 2351, commi 2 e 4, c.c. deve confrontarsi, tuttavia, con la possibilità, ritenuta già in passato ammissibile da parte della dottrina, di attribuire, a particolari condizioni, ad una speciale categoria azionaria, rappresentativa di una porzione minoritaria del capitale sociale (anche inferiore al 12,5% + 1 azione), la facoltà di scelta della maggioranza dei componenti gli organi di amministrazione e/o di controllo della società.

Ove si accolga tale ipotesi, occorrerà riconsiderare, almeno in parte, la portata del principio sopra citato, per cui, ai fini dell'esercizio di tutte le prerogative del controllo di diritto, possa essere sufficiente e necessario aver sottoscritto almeno il 12,5% (+ 1 azione) del capitale sociale; dovendosi, così, ridimensionare i confini dell'inderogabilità della soglia di partecipazione minima sopra citata.

---

<sup>339</sup> Cfr. L. CALVOSA, *la partecipazione eccedente cit.*, 128.

Alla luce di quanto detto, pur volendosi mantenere il siffatto principio, dovrà ammettersi che i suoi confini risultano sempre più sfocati e ridimensionati, notandosi una progressiva tendenza verso il riconoscimento della possibilità di scindere (completamente) i diritti di voto dalla porzione del capitale sottoscritta<sup>340</sup>.

---

<sup>340</sup> In questo contesto si colloca un recente contributo che propone, *de iure condendo*, la possibilità di introdurre il *quadratic voting*, ovvero un sistema di voto, in forza del quale, rispetto a tutte o a determinate deliberazioni (ad esempio, nomina dei gestori, modifiche dello statuto, operazioni strategiche), da un lato, i soci non ottengono diritti di voto in connessione (in proporzione) alle loro azioni, dall'altro, i non soci non sono interdetti dal voto in quanto tali. Al contrario, ogni soggetto interessato ai risultati di una società, anche se non socio, può comprare tanti voti quanti ne desidera in relazione a una specifica deliberazione. La proposta soggetta a voto è approvata se il numero dei voti a favore supera il numero dei voti contrari. Il QV - fondato sul Quadratic Mechanism - non è la vendita del voto (o frazioni di voto) del socio al socio ovvero a un terzo non socio, bensì l'acquisto di voti dalla società da parte di soci ovvero non soci. Chi vende è la società, e il compratore, pertanto, paga la società, incrementandone la dotazione patrimoniale. L'identificazione delle differenze agevola il superamento delle obiezioni che risultassero fondate su presunte similitudini ovvero convergenze del QV con la vendita del voto. Cfr. per questi rilievi V. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato, "voti plurimi senza azioni" e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, 198.





CAPITOLO IV  
COSTI E BENEFICI DEL CONTROLLO: AZIONI A VOTO PLURIMO E MAGGIORATO E ALTRI  
CEMs. ANALISI EMPIRICA

SOMMARIO: 1. *I control enhancing mechanisms* in generale – 2. (*Segue*): e le diverse configurazioni in particolare nelle società ad azionariato disperso e concentrato – 3. Gruppi piramidali Vs azioni a voto plurimo – 4. *Firm performance* e *dual class shares* – 5. Azioni a voto plurimo e incentivi alla quotazione: analisi empirica – 6. Rapporto tra *performance sociale* e azioni a voto doppio: indagine fra le società dell'indice CAC40 – 7. (*Segue*): azioni a voto plurimo e creazione di valore nelle società dell'indice OMX Stockholm 30

### 1. *I control enhancing mechanisms in generale*

Il fenomeno della dissociazione fra proprietà azionaria e diritti di voto – come già evidenziato nel corso del presente lavoro – è noto da tempo ai mercati e agli studiosi e rappresenta una costante nello sviluppo della moderna società per azioni<sup>341</sup>.

“È affatto indifferente per il controllo – scriveva Enrico Finzi nel 1932<sup>342</sup> – quale ne sia il fondamento legale. Normalmente esso sarà la partecipazione alla società controllata con la maggioranza del capitale. Ma non mancano numerosi artifici per garantire il controllo a chi rappresenta una minoranza, anche esigua, del capitale stesso: dalle azioni a voto plurimo ai sindacati di maggioranza, dai “*voting trusts*” alle società a catena”.

Le deroghe al principio di proporzionalità fra *voting rights* e *cash flow rights* possono, teoricamente, risolversi sia in un incremento dei poteri della minoranza, come avviene, a titolo esemplificativo, quando si accorda un voto determinante su una o più materie ad una categoria azionaria rappresentativa di una porzione minoritaria

---

<sup>341</sup> Cfr. *supra* cap. I. Sulla questione cfr. anche A. A. BERLE, *Power without Property*, New York, 1959, passim; B. HINDLEY, *Separation of Ownership and Control in the Modern Corporation*, in *J. L. & Econ.*, 1970, 185; E. FAMA – M. C. JENSEN, *Separation of ownership and control*, in *J. L. & Econ.*, 1983, 301; S. MARKS, *The Separation of Ownership and Control*, in *Encyclopedia of Law and Economics*, a cura di B. BOUCKAERT – G. DE GEEST, Cheltenham, 2000, 692; M. FACCIO – L. H. P. LANG, *The Separation of Ownership and Control. An Analysis of Ultimate Ownership in Western European Corporations*, 2000, consultabile sul link <http://ssrn.com/abstract=222429>; E. HILT, *When did Ownership Separate from Control? Corporate Governance in the Early Nineteenth Century*, 2007, consultabile al link <http://www.nber.org/papers/w13093>, ove l'autore, analizzando la struttura dell'azionariato delle società operative nello Stato di New York nel primo ventennio dell'Ottocento sottolinea come vi fossero azionisti che, tramite diritti di voto potenziati, esercitassero il controllo dell'impresa; H. HANSMANN – M. PARGENDLER, *op. cit.*, 100.

<sup>342</sup> Cfr. E. FINZI, *Società controllate*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, I, 467.

del capitale sociale, sia in un incremento dei poteri dei soci di controllo: con riferimento alle une e alle altre, si usa parlare di *Control Enhancing Mechanisms (CEMs)*, anche se tale espressione sembrerebbe più appropriata per descrivere le deviazioni che rafforzano i poteri degli azionisti di comando.

I meccanismi di rafforzamento del controllo possono essere classificati, innanzitutto, a seconda della loro funzione, in *i) mechanisms allowing blockholders to enhance control by leveraging voting power*, in cui sono ricomprese le azioni a voto plurimo, senza voto e i gruppi piramidali e *ii) mechanisms used to lock-in control* che comprendono le azioni con voto determinante e i limiti al diritto di voto in ragione del possesso<sup>343</sup>; la differenza consiste nel fatto che i primi consolidano il potere di controllo, mentre i secondi bloccano la costituzione o il trasferimento di una posizione di comando. Viene poi individuata una terza classe di *CEMs* che raggruppano le fattispecie non qualificabili nelle classi precedenti, quali i patti parasociali, le partecipazioni incrociate e le *golden shares*<sup>344</sup>.

---

<sup>343</sup> Cfr. INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES – SHEARMAN & STERLING LLP – EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, *Report on the Proportionality Principle cit.*, 10; T. CLARKE – J. F. CHANLAT, *A New World Disorder? The Recurring Crises in Anglo-American Corporate Governance and the Increasing Impact on European Economies and Institutions*, in *European Corporate Governance. Readings and Perspectives*, a cura di T. CLARKE – J. F. CHANLAT, Abington, 2009, 33; R. ADAMS – D. FERREIRA, *One Share, One Vote cit.*, 55; S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D'ERAMO – N. LINCiano, *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, in CONSOB, *Quaderni giuridici*, 2014, 5, 9.

<sup>344</sup> Con il termine *golden share* ci si riferisce al pacchetto azionario, che può consistere anche di una sola azione, il quale attribuisce determinati poteri speciali allo Stato o un altro ente pubblico in seguito ad una privatizzazione o alla vendita di quote del capitale di una società pubblica. L'obiettivo principale della fattispecie è quello di proteggere gli interessi della collettività nelle imprese strategiche, quali quelle operanti nei settori della difesa e dell'energia. Tipicamente, le prerogative attribuite da tale strumento consistono nella possibilità di esercitare il potere di veto in alcune materie di particolare rilievo, tra cui l'assunzione di partecipazioni rilevanti, lo scioglimento della società, la fusione, la scissione, la trasformazione, il trasferimento della sede sociale all'estero, il cambiamento dell'oggetto sociale o le modifiche dello statuto volte a incidere sui poteri speciali.

Il legislatore italiano ha dettato una specifica disciplina in materia di poteri speciali fin dal 1994, quando fu emanato il decreto legge 13 maggio 1994, n. 332, convertito con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474. In particolare l'art. 2 della legge sopra citata prevedeva l'individuazione, mediante decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, tra le società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato, operanti nel settore della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia, e degli altri pubblici servizi, di quelle nei cui statuti, prima di ogni atto che ne determinasse la perdita del controllo, dovesse essere introdotta una clausola attributiva al Ministro dell'Economia e delle

Finanze della titolarità di uno o più dei seguenti poteri speciali, da esercitare d'intesa con il Ministro del bilancio e della programmazione economica e con il Ministro dell'industria: *a)* gradimento da rilasciarsi espressamente all'assunzione, anche per il tramite di società fiduciarie e società controllate o per interposta persona, di partecipazioni rilevanti; *b)* gradimento da rilasciarsi espressamente, quale condizione di validità, alla conclusione di patti parasociali, nel caso in cui vi sia rappresentata almeno la ventesima parte del capitale sociale costituito da azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria o la percentuale minore fissata dal Ministro del tesoro con proprio decreto; *c)* veto all'adozione delle delibere di scioglimento della società, di trasferimento dell'azienda, di fusione, di scissione, di trasferimento della sede sociale all'estero, di cambiamento dell'oggetto sociale, di modifica dello statuto che sopprimono o modificano i poteri speciali; *d)* nomina di almeno un amministratore o di un numero di amministratori non superiore ad un quarto dei membri del consiglio e di un sindaco. Le società a cui si applicava la normativa in oggetto erano Eni S.p.A. (DPCM 5 ottobre 1995 e DD. MM. 5 e 16 ottobre 1995 e 1 aprile 2005), Stet S.p.A. e Telecom Italia S.p.A. (DPCM 21 marzo 1997 e DD. MM. 21 e 24 marzo 1997), Finmeccanica S.p.A. (DPCM 28 settembre 1999 e D. M. 8 novembre 1999), Enel S.p.A. (DPCM 17 settembre 1999 e DD. MM. 17 settembre 1999 e 17 settembre 2004), Snam Rete Gas S.p.A. (DPCM 23 marzo 2006).

Diverse censure sono state mosse dagli organi dell'Unione Europea nei confronti della normativa italiana in materia di *golden shares*. Nel febbraio del 1998, con lettera di costituzione in mora, la Commissione Europea, in forza dell'art. 169 del Trattato, richiamava l'attenzione del Governo italiano sull'incompatibilità delle disposizioni nazionali sopra menzionate con gli artt. 52, 59 e 73 B del Trattato, riguardanti la libertà di stabilimento, di prestazione dei servizi e di circolazione dei capitali. Il governo italiano rispondeva con lettera 13 maggio 1998. La Commissione, non essendo rimasta convinta dagli argomenti dedotti da quest'ultimo, inviava, in data 10 agosto 1998, un parere motivato, in base alla cui formulazione la Repubblica italiana doveva conformarsi entro due mesi a decorrere dalla sua notifica. Con nota del 22 ottobre 1998 il Governo italiano rispondeva al parere motivato e si impegnava a conformarsi adottando un disegno di legge che modificava le disposizioni controverse; cfr per il contenuto di tale disegno di legge L. TALARICO, *I «poteri speciali» riservati allo Stato Italiano nelle società privatizzate. Possibili effetti sulla economicità aziendale*, in *Privatizzazioni e problemi di governance. Esperienza a confronto: il caso Tedesco*, a cura di R. FERRARIS FRANCESCHI, Torino, 2002, 210. Pur prendendo atto dell'impegno del Governo italiano, la Commissione constatava che il ritardo nella concreta attuazione del disegno di legge diveniva preoccupante, poiché quasi un anno dopo l'invio del parere motivato non era stato ancora presentato al Parlamento italiano. Alla luce di queste considerazioni, la Commissione decideva, in data 19 febbraio 1999 e in conformità al procedimento previsto all'art. 169, secondo comma, del Trattato, di adire la Corte. La Corte di Giustizia, con sentenza del 23 maggio 2000, nella causa C-58/99, Commissione delle Comunità europee contro Repubblica italiana, in *Racc.*, 2000, I-3811, dichiarava le norme italiane, di cui agli artt. 1, n. 5, e 2 del testo coordinato del decreto legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito con modificazioni nella legge 30 luglio 1994, n. 474, recante norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni, nonché i decreti relativi ai «poteri speciali» nel caso delle privatizzazioni dell'ENI SpA e di Telecom Italia SpA, in contrasto con gli obblighi previsti dagli artt. 52, 59 del Trattato CE (divenuti, in seguito a modifica, artt. 43 CE e 49 CE) e 73 B del Trattato CE (divenuto art. 56 CE). Ulteriori contestazioni sono state mosse all'Italia, anche con riferimento alla normativa modificata successivamente alla procedura di infrazione di cui sopra. Il 6 febbraio 2003, mediante l'invio di una lettera di diffida alla Repubblica italiana, la Commissione Europea avviava un procedimento diretto all'accertamento di un inadempimento per violazione degli artt. 43 CE e 56 CE in relazione alle condizioni di esercizio dei poteri speciali. L'Italia, quindi, modificava la sua normativa adottando la legge finanziaria per il 2004 (legge n. 350/2003) nonché il DPCM 10 giugno 2004. Ritenendo tuttavia insufficienti le modifiche introdotte, il 22 dicembre 2004 la Commissione inviava una lettera di diffida complementare. Il 18 ottobre 2005, dopo aver ricevuto la

2. (Segue): e le diverse configurazioni in particolare nelle società ad azionariato disperso e concentrato

Dopo aver, sinteticamente, elencato i principali meccanismi che contribuiscono ad allocare in misura non proporzionale i diritti di voto dall'effettiva partecipazione al capitale di rischio, occorre, ora, sottolineare che il concreto impatto e l'efficacia di ciascuno di essi, in termini di redistribuzione ottimale del controllo, sono direttamente correlati alla struttura proprietaria della società per azioni.

---

risposta del Governo italiano del 20 maggio 2005, la Commissione, ritenendo di non poter condividere gli argomenti adottati, trasmetteva alla Repubblica italiana un parere motivato afferente soltanto ai criteri fissati dall'art. 1, comma 2, del decreto del 2004, invitandola a conformarsi a tale parere nel termine di due mesi decorrenti dalla sua ricezione. In risposta, con nota del 20 dicembre 2005, si contestava l'analisi della Commissione, la quale procedeva così, ancora una volta, a proporre ricorso alla Corte di Giustizia in data 28 giugno 2006. La Corte, con sentenza 26 marzo 2009, nella causa C-326/07, Commissione delle Comunità europee *contro* Repubblica italiana, in *Racc.*, 2009, I-02291, stabiliva che la Repubblica italiana, benchè avesse adottato le disposizioni di cui all'art. 1, comma 2, del decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri 10 giugno 2004, recante definizione dei criteri di esercizio dei poteri speciali, di cui all'art. 2 del decreto legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modifiche, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, era venuta meno agli obblighi ad essa incombenti in forza degli artt. 43 CE e 56 CE. Più recentemente, in data 24 novembre 2011 la Commissione Europea adottava di nuovo la decisione di deferire l'Italia alla Corte di Giustizia a seguito della procedura d'infrazione n. 2009/2255, per violazione degli articoli 63 e 49 del Trattato sul Funzionamento dell'UE (TFUE), riguardanti rispettivamente la libera circolazione dei capitali e il diritto di stabilimento. Per evitare un'ulteriore condanna, veniva emanato il decreto legge 15 marzo 2012, n. 21, recante norme in materia di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, convertito successivamente in legge 11 maggio 2012, n. 56. È importante sottolineare, anzitutto, che la novella del 2012 non configura più i poteri speciali come legati in maniera esclusiva alla partecipazione azionaria pubblica, bensì come riferiti alle società operanti in determinati settori attinenti ad attività di rilevanza strategica. Inoltre, la nuova disciplina prescrive che i criteri per l'esercizio dei poteri speciali siano esclusivamente identificati dalla normativa primaria, laddove, in precedenza, tale determinazione era affidata a un decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri.

Per un esame delle novità introdotte con la legge 56/2012 cfr. F. GASPARI, *Libertà di circolazione dei capitali, privatizzazioni e controlli pubblici. La nuova golden share tra diritto interno, comunitario e comparato*, Torino, 2015, 29 e ss; F. BASSAN, *Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell'intervento dello Stato sull'economia*, in *Studi sull'integrazione eur.*, 2014, 57; sulla disciplina previgente cfr. F. BONELLI, *La "golden share" all'italiana: regole comunitarie e regole interne in materia di "poteri speciali"*, in *Istituzioni, mercato e democrazia. Liber amicorum per gli ottanta anni di Alberto Predieri*, a cura di S. AMOROSINO – G. MORBIDELLI – M. MORISI, Torino, 2002, 55; ID., *Il codice delle privatizzazioni cit.*, passim; S. CASSESE, *Le privatizzazioni: arretramento o riorganizzazione dello Stato*, in *Profili giuridici delle privatizzazioni*, a cura di G. MARASÀ, Torino, 1998, 1; P. G. JAEGER, *Privatizzazioni. I) Profili generali*, in *Enc. giur.*, Roma, 1995, XXVII, 1; B. LIBONATI, *La faticosa «accelerazione» delle privatizzazioni*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 20; AA. VV., *Le privatizzazioni in Italia. Saggi, leggi e documenti*, a cura di P. MARCHETTI, Milano, 1995, passim.

Nel loro mirabile studio sulla società azionaria del 1932 – *The Modern Corporation and Private Property* – Berle e Means, analizzando le *widely held corporations* americane, proposero un modello analitico della moderna società per azioni caratterizzato dalla dispersione della proprietà del capitale tra i piccoli azionisti, da una parte, e la concentrazione del controllo nelle mani dei *managers*<sup>345</sup> dall'altro<sup>346</sup>. L'analisi compiuta dai due autori, pur non corrispondendo alla struttura reale del rapporto *ownership/control* in tutti gli ordinamenti capitalistici, ha avuto il merito di individuare il tratto distintivo del potere d'impresa nelle *big corporations: power without property*, formula alquanto efficace per esprimere una realtà fattuale, caratterizzata dalla possibilità di indirizzare le scelte gestorie e, quindi, la destinazione dell'intero capitale investito, pur detenendone una frazione minoritaria, grazie alla parcellizzazione del possesso azionario e alla diserzione dei piccoli azionisti dalle assemblee, dovuta alla c.d. *rational apathy* che ne orienta la condotta<sup>347</sup>. Emerge, quindi, che la dissociazione fra proprietà e potere è un connotato intrinseco e *naturale* della *public company*, che trova il suo fondamento nel *trade off* tra la messa a disposizione dei mezzi finanziari da parte dei soci e la promessa di una corretta e profittevole gestione da parte degli amministratori. Gli azionisti delegano l'autorità di assumere le decisioni ai gestori, i quali possono estrarre, in questo contesto, benefici privati a scapito degli stessi deleganti, concretizzandosi, così, un problema di *agency*.

---

<sup>345</sup> Si utilizza qui il sostantivo *managers* nell'accezione di *gestori* dell'impresa.

<sup>346</sup> Cfr. A. A. BERLE – G. MEANS, *The Modern Corporation cit.*

<sup>347</sup> La teoria dell'apatia razionale descrive la scelta degli azionisti di rinunciare all'esercizio del diritto di voto dovuta al fatto di non disporre, *in primis*, delle informazioni sufficienti a verificare che la gestione dell'impresa societaria non venga dirottata verso il perseguimento di interessi diversi da quelli riferibili alla collettività dei soci e, inoltre, di non avere le risorse o gli incentivi adeguati a porre rimedio a questa situazione di c.d. "asimmetria informativa", dal momento che tale rimedio finirebbe per premiare anche i soci che non vi abbiano contribuito. Cfr. sul tema H. G. MANNE, *Some Theoretical Aspects of Share Voting. An Essay in Honor of Adolf A. Berle*, in *Col. L. Rev.*, 1964, 427; F. H. EASTERBROOK – D. R. FISCHER, *Voting in Corporate Law*, in *J. L. & Econ.*, 1983, 395; B. S. BLACK, *Shareholder Passivity Reexamined*, in *Mich. L. Rev.*, 1990, 520.

Nello scenario appena delineato il principio *one share – one vote* non rappresenta – come si dimostrerà – la scelta ottimale.

Ai fini di limitare gli effetti distorsivi derivanti dal potenziale conflitto di interessi *principal – agent*, occorrerà, innanzitutto, predisporre adeguati incentivi<sup>348</sup> o monitorare l'azione dei *managers*. In genere, tuttavia, gli azionisti non tenderanno ad esercitare il controllo sui gerenti, non disponendo di informazioni adeguate e di incentivi sufficienti a raccogliercle. Al contrario, un investitore che detenga una quota più significativa del capitale di rischio della società (*blockholder*) sarà maggiormente propenso a sostenere i costi derivanti dall'attività di contrasto alla discrezionalità dell'organo amministrativo.<sup>349</sup> Il successo dell'attività di *monitoring* dipenderà, in diversa misura, dai diritti patrimoniali e amministrativi in possesso del *blockholder*.

---

<sup>348</sup> Il tema dell'allineamento degli interessi fra deleganti e delegati si può tradurre nelle scelte societarie riguardo alla predisposizione di sistemi di remunerazione incentivante, e in particolare di piani di *stock option*. Sul tema copiosa dottrina ha variamente argomentato. La teoria della *pay-for-performance*, come metodo di creazione di valore per la società e di risoluzione del problema di *agency* fra proprietari e gestori nasce per la prima volta negli Stati Uniti. I primi contributi a riguardo sono quelli forniti da A. Rappaport nel 1986 (cfr. A. RAPPAPORT, *Creating Shareholder value*, New York, 1986, passim), da G. B. Stewart nel 1991 (cfr. G. B. STEWART, *The quest for value*, New York, 1991, passim), e in modo più emblematico dall'importante ricerca di M. Jensen e K. J. Murphy del 1990 (cfr. M. C. JENSEN – K. J. MURPHY, *Ceo incentives: It's not how much but how*, in *Harvard Bus. Rev.*, 1990, 138 e ss.), dalla quale emergeva che la remunerazione dei gestori americani era principalmente di natura fissa, e non sensibile alla creazione di valore per la società che questi soggetti contribuivano a creare; gli autori mostrarono, infatti, come la remunerazione degli amministratori variasse di soli 3.25\$ per ogni 1000\$ di incremento del valore di mercato della società. Negli anni immediatamente successivi molti autori si mostrarono favorevoli a questa tesi (cfr. M. C. JENSEN – C. W. SMITH, Jr. Jr., *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory*, in M. C. JENSEN, *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms*, Cambridge, 2000, 136) e la maggior parte delle *public companies* americane adottarono sistemi di remunerazione incentivanti, prevedendo una sempre più crescente componente variabile sul pacchetto retributivo totale degli amministratori (cfr. TOWERS PERINN, *Worldwide total remuneration 2001-2002*, dove si confronta, a partire dai primi anni novanta, la componente variabile sul compenso totale annuo di amministratori di un campione di società industriali, dislocate in più di 25 Paesi in tutto il mondo, mettendo in evidenza una sua progressiva e costante crescita).

<sup>349</sup> Tuttavia, l'influenza esercitata da tale azionista, anziché tradursi in un incremento dei benefici di tutti i soci, potrebbe essere utilizzata ai fini di distrarre, insieme agli amministratori, le risorse sociali; cfr. A. SHLEIFER – R. W. VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, in *J. Fin.*, 1997, 737.

Detenere una partecipazione rilevante al capitale sociale di un'unica società può comportare un alto costo/opportunità per un soggetto avverso al rischio<sup>350</sup>, il quale potrebbe fare pressioni sui gestori al fine di intraprendere attività di investimento con un ritorno meno aleatorio e, al contempo, meno proficuo, rinunciando così a progetti che incrementerebbero il *firm value* nel lungo periodo<sup>351</sup>. In aggiunta, si consideri che all'aumentare della quota di azioni detenuta, diminuisce il livello di liquidità di mercato dei titoli, rendendo più difficile dismetterli in caso di fabbisogno monetario. In ultimo, si deve constatare che più una società acquisisce maggiori dimensioni più sarà oneroso (o addirittura impraticabile) possederne una frazione cospicua di *equity*.

Adottando il sistema 1S – 1V, i costi sopra menzionati si rifletteranno non solo in un limite a un consistente possesso azionario ma anche al potere di voto<sup>352</sup>. Nella misura in cui si condivida che un maggior controllo sull'attività gestoria sia desiderabile, dovrà concludersi che la decisione più efficiente sia di permettere l'esercizio di voti maggiori rispetto ai *cash flow rights*.

Come accennato in precedenza, il dibattito sull'efficienza di meccanismi riallocativi dei diritti di voto e sull'adozione della struttura *one share – one vote* è condizionato dal grado di concentrazione della proprietà, il quale varia in maniera significativa fra le economie avanzate. La distinzione più importante si riscontra nella presenza di un azionista di controllo nelle società europee<sup>353</sup>; ciò traducendosi nell'assenza di una netta separazione fra *ownership* e *control*, requisito fondante della grande *corporation* d'oltreoceano. Si riscontra, pertanto, una notevole differenziazione nella struttura dell'azionariato fra Stati Uniti ed Europa, ma altresì negli strumenti

---

<sup>350</sup> In questo senso A. ADMATI – P. PFEIDERER – J. ZECHNER, *Large Shareholder Activism, Risk Sharing, and Financial Market Equilibrium*, in *J. Pol. Econ.*, 1994, 1097; N. HAGELIN – M. HOLMEN – B. PRAMBORG, *Family Ownership, Dual-Class Shares, and Risk Management*, in *Glob. Fin. J.*, 2006, 283.

<sup>351</sup> Cfr. H. T. C. HU, *Risk, Time, and Fiduciary Principles in Corporate Investment*, in *UCLA L. Rev.*, 1990, 277.

<sup>352</sup> Cfr. M. BURKART – S. LEE, *op. cit.*, 22.

<sup>353</sup> Cfr. AA. VV., *The Control of Corporate Europe*, a cura di F. BARCA – M. BECHT, Oxford, 2003, *passim*.

impiegati per assicurarsi il comando, i quali, nel secondo caso, sono rappresentati, principalmente, dai gruppi piramidali<sup>354</sup>, dai patti parasociali, dalle partecipazioni incrociate e dai tetti al diritto di voto<sup>355</sup>.

### 3. Gruppi piramidali Vs azioni a voto plurimo

La letteratura giuseconomica<sup>356</sup> definisce i gruppi piramidali quali strutture in cui entità giuridicamente autonome sono legate da rapporti di direzione unitaria, che scaturiscono a cascata da un vertice comune (il c.d. *ultimate owner*). Tipicamente, il proprietario ultimo esercita il comando sulle altre società, in cui sono presenti anche investitori esterni, mediante una *holding*, di cui, pur non possedendo la totalità del capitale di rischio, detiene il controllo di diritto<sup>357</sup>. Di fatto, tale espediente tende a rendere opaca la reale natura degli assetti proprietari e consente ai proprietari finali di diversificare i rischi, allocando le risorse in un variegato portfolio di imprese e contratti

---

<sup>354</sup> In un recente studio si mostra come i gruppi piramidali fossero comuni in America nei primi anni del secolo scorso; i legislatori, nell'epoca del *New Deal*, consci dei potenziali pericoli di una concentrazione opaca del potere economico derivanti dall'utilizzo di tali strumenti, decisero di rendere particolarmente gravosa la tassazione dei dividendi infragruppo, scoraggiando, così, l'impiego del meccanismo in oggetto quale tecnica di dissociazione della proprietà economica dal controllo, cfr. S. A. BANK – B. R. CHEFFINS, *The Corporate Pyramid Fable*, in *Bus. Hist. Rev.*, 2010, 435.

<sup>355</sup> Cfr. M. BENNEDSEN – K. NIELSEN, *The Impact of Break-through Rule on European Firms*, 2002, consultabile su <http://ssrn.com/abstract=328020>; M. FACCIO – L. LANG, *The Ultimate Ownership of Western European Companies*, in *J. Fin. Econ.*, 2002, 365.

<sup>356</sup> Cfr. H. V. ALMEIDA – D. WOLFENZON, *A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups*, in *J. Fin.*, 2006, 2637; M. BIANCHI – M. BIANCO – L. ENRIQUES, *Pyramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy*, in *The Control of Corporate Europe cit.*, 154; L. A. BEBCHUK – R. KRAAKMAN – G. TRIANTIS, *op. cit.*, 445.

<sup>357</sup> A titolo esemplificativo, e considerando un contesto in cui viga la regola *one share – one vote*, in un gruppo piramidale di tre livelli, l'azionista che detenga la maggioranza del capitale della *holding*, che a sua volta possieda più del 50% delle azioni della società intermedia, la quale, infine abbia almeno la metà più un'azione dell'*equity* della terza società, potrà controllare di diritto quest'ultima, pur possedendone, di fatto, poco più del 12,5% del capitale.

Postulando che i benefici privati siano proporzionali al valore delle attività sottostanti controllate, si è affermato che in un gruppo a struttura piramidale, il premio per il diritto di voto per una *holding* aumenta al diminuire della quota di proprietà integrata. Tale conclusione deriva dal fatto che l'allocatione di una frazione elevata di attività nella società operativa, dove l'impegno finanziario dell'azionista di comando è ridotto, provoca un aumento del tasso di rendimento del controllo e quindi del premio che deve essere pagato per ottenerlo, cfr. G. NICODANO, *Corporate Groups, Dual Class Shares and the Value of Voting Rights*, in *J. Bank. Fin.*, 1998, 1117.



differenti<sup>358</sup>. Nonostante alcuni autori abbiano sottolineato che siffatti meccanismi contribuiscono alla creazione di valore attraverso lo sviluppo di un mercato interno di capitali<sup>359</sup>, è parimenti evidenziato come essi si prestino alla massima estrazione di benefici privati da parte dell'*ultimate owner*<sup>360</sup>.

È agevole dimostrare come i sopra citati strumenti arrecano, in caso di quotazione, effetti negativi alla liquidità dei titoli dell'emittente, ben maggiori di quelli

---

<sup>358</sup> Cfr. A. KHACHATURYAN, *The One share-One vote Controversy in the EU*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2007, 335.

<sup>359</sup> Cfr. O. WILLIAMSON, *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications. A Study in the Economics of Internal Organization*, New York, 1975, 82 e ss.; J. C. STEIN, *Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources*, in *J. Fin.*, 1997, 111; M. T. BILLET – D. MAUER, *Cross Subsidies, External Financing Constraints, and the Contribution of Internal Capital Market to firm Value*, in *Rev. Financ. Stud.*, 2003, 1167.

<sup>360</sup> La segregazione patrimoniale delle singole entità permette di ampliare, nel gruppo, la limitazione di responsabilità; tuttavia, l'imposizione di scelte gestionali negative per le società controllate, ma profittevoli per il gruppo, può pregiudicare azionisti esterni e creditori. I trasferimenti infragruppo di rami aziendali o di partecipazioni possono costituire uno strumento efficiente di allocazione ottimale delle risorse nelle diverse realtà aziendali, ma possono anche protrarsi a politiche di *window dressing* di bilancio e di *transfer pricing*. L'organizzazione di sistemi di garanzie di gruppo, infine, aumenta esponenzialmente la capacità finanziaria totale, ma può condurre all'estrazione di benefici privati a favore della capogruppo. Per questi rilievi e per il dibattito sorto in Italia con riferimento alla proposta di regolare alcuni aspetti cruciali dei gruppi piramidali, tra cui il diritto di voto della capogruppo, avanzata con il ddl n. 1624 del 7 giugno 2007, in tema di nuove norme in materia di controllo delle società quotate e di contrasto al fenomeno delle cosiddette "scatole cinesi", cfr. P. MONTALENTI, *Società per Azioni, Corporate Governance e Mercati Finanziari*, Milano, 2011, 45; ID., *I gruppi piramidali tra libertà d'iniziativa economica e asimmetrie del mercato*, in *Proprietà e controllo dell'impresa: il modello italiano stabilità o contendibilità?*, Milano, 2008, 57. Sugli effetti distorsivi dei gruppi piramidali v. anche L. A. BEBCHUK – R. KRAAKMAN – G. TRIANTIS, *op. cit.*, 445. Si ricorda, infine, il fenomeno degli *interlocking directorates*, ossia la condivisione, fra le diverse società, di componenti l'organo gestorio, largamente diffuso per garantire unitarietà all'attuazione dei piani programmatici di gruppo, ma potenzialmente insidioso con riferimento al conflitto d'interessi; cfr. in generale sul tema S. CUKUROVA, *Interlocking Directors and target Selection in Mergers and acquisitions*, 2015, consultabile al seguente link: <http://ssrn.com/abstract=1966816>; T. E. STUART – S. YIM, *Board Interlocks and the propensity to be targeted in private equity transaction*, in *J. Fin. Econ.*, 2010, 174; L. A. BEBCHUK – A. COHEN, *The costs of entrenched boards*, in *J. Fin. Econ.*, 2005, 403; E. KANG, *Director Interlocks and Spillover Effects on Reputational Penalties from Financial Reporting Fraud*, in *Acad. Manag. J.*, 2008, 537; E. M. FICH - L. J. WHITE, *Why Do CEOs Reciprocally Sit on Each Other's Boards?*, in *J. Corp. Fin.*, 2005, 175; nella letteratura italiana cfr. F. GHEZZI, *La nuova disciplina dei legami personali in Italia*, in *Mercato conc. reg.*, 2012, 199; R. SANTAGATA, *Interlocking directorates ed interessi degli amministratori di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2009, 310.

prospettabili dalle azioni a voto plurimo<sup>361</sup>; si riporta, a titolo esemplificativo, la seguente catena societaria di controllo:

$$A - 51\% \rightarrow B - 51\% \rightarrow C$$

Nel caso in esame, il potere di voto di A su C sarà pari al 51%, mentre i *cash flow rights* coincideranno con il 26,01% del capitale; si nota che, qualora tutte le azioni di C siano quotate in un mercato regolamentato, il flottante effettivamente disponibile alla negoziazione sarà pari al 49% del totale dei titoli; nel caso in cui, invece, A esercitasse il controllo su C attraverso il voto multiplo – precisamente, nella fattispecie in oggetto, con il voto doppio – anziché tramite la struttura piramidale sopra descritta, detenendone sempre la stessa frazione di diritti patrimoniali, le azioni di C, oggetto di potenziale scambio in borsa, ammonterebbero al 73,99% del capitale, a cui si aggiungerebbe lo sgravio in termini di costi di mantenimento di tale complessa struttura societaria.

Le considerazioni appena svolte sembrano confermate anche dalla pratica societaria. Da una recente indagine su un campione di 464 società europee nell'ambito di 16 giurisdizioni<sup>362</sup>, risulta che, ove il voto plurimo fosse permesso, si ricorreva a una struttura piramidale solo nel 17,35% dei casi; e, più dettagliatamente, si evidenzia come il ricorso al voto multiplo, laddove ammesso, fosse la tecnica più utilizzata (38,27%) per separare la proprietà dal controllo. I dati relativi alla frequenza dei CEMs utilizzati negli ordinamenti oggetto dell'indagine e, nello specifico, nelle società costituite in ordinamenti che consentivano l'emissione di azioni a voto plurimo, sono stati elaborati dai risultati forniti dal sopra citato studio e si riportano di seguito nelle Tabelle n. 1 e n. 2.

---

<sup>361</sup> Cfr. sull'argomento M. BECHT, *European corporate governance: Trading of liquidity against control*, in *Eur. Econ. Rev.*, 1999, 1071.

<sup>362</sup> Cfr. INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES – SHEARMAN & STERLING LLP – EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, *Report cit.*, 38; lo studio prende, inoltre, in esame, come già accennato in precedenza, tre ulteriori ordinamenti, ossia, il Giappone, gli Stati Uniti e l'Australia.

Tabella n. 1 – Frequenza dei CEMs impiegati fra le società oggetto del campione (suddivise per Stato)

Stato	Primo CEM	Frequenza (%)	Secondo CEM	Frequenza (%)	Terzo CEM	Frequenza (%)
Belgio	Gruppi piramidali	52,38	Patti parasociali	47,62	/	/
Danimarca	Azioni a voto plurimo	62,50	Tetti al diritto di voto	25,00	Tetti al possesso azionario	12,50
Estonia	Gruppi piramidali	50,00	Golden shares	50,00	/	/
Finlandia	Azioni a voto plurimo	72,73	Tetti al diritto di voto	18,18	Patti parasociali	9,09
Francia	Azioni a voto plurimo	53,49	Patti parasociali	16,28	Gruppi piramidali	16,28
Germania	Gruppi piramidali	38,46	Azioni privilegiate senza voto	30,77	Partecipazioni incrociate	15,38
Grecia	Gruppi piramidali	55,56	Tetti al possesso azionario	16,67	Tetti al diritto di voto	11,11
Irlanda	Azioni privilegiate senza voto	60,00	Azioni senza voto	10,00	Golden shares	10,00
Italia	Gruppi piramidali	26,19	Patti parasociali	21,43	Tetti al possesso azionario	16,67
Lussemburgo	Gruppi piramidali	62,50	Azioni privilegiate senza voto	12,50	Golden shares	12,50
Paesi Bassi	Azioni a voto plurimo	45,45	Depositary certificates	18,18	Gruppi piramidali	13,64
Polonia	Azioni a voto plurimo	41,67	Golden shares	20,83	Tetti al diritto di voto	20,83
Regno Unito	Azioni privilegiate senza voto	58,82	Tetti al diritto di voto	11,76	Tetti al possesso azionario	11,76
Spagna	Tetti al diritto di voto	38,89	Gruppi piramidali	22,22	Golden shares	16,67
Svezia	Azioni a voto plurimo	42,50	Gruppi piramidali	35,00	Partecipazioni incrociate	12,50
Ungheria	Gruppi piramidali	33,33	Golden shares	28,57	Tetti al diritto di voto	19,05

Tabella n. 2 – Frequenza dei CEMs impiegati negli ordinamenti che ammettevano il voto plurimo

CEMs	Stato														Dati aggregati						
	Danimarca		Finlandia		Francia		Irlanda		Paesi Bassi		Polonia		Regno Unito		Svezia		Ungheria		Soggetti	Frequenza	
	Soggetti	Frequenza (%)	Soggetti	Frequenza (%)	Soggetti	Frequenza (%)	Soggetti	Frequenza (%)	Soggetti	Frequenza (%)	Soggetti	Frequenza (%)	Soggetti	Frequenza (%)	Soggetti	Frequenza (%)					
AVP	5	62,5	8	72,73	23	53,49			10	45,45	10			1	5,88	17	42,50	1	4,76	75	38,27
ASV							1	10,00												1	0,51
APSV							6	60,00					10	58,82				1	4,76	17	8,67
AVD									2	9,09	2							1	4,76	5	2,55
DC									4	18,18										4	2,04
GP					7	16,28			3	13,64	2		1	5,88	14	35,00	7	33,33	34	17,35	
PP			1	9,09	7	16,28			1	4,55			1	5,88	2	5,00	1	4,76	13	6,63	
GS							1	10,00			5							6	28,57	12	6,12
PI					2	4,65			2	9,09					5	12,50			9	4,59	
TV	2	25	2	18,18	4	9,30	1	10,00			5		2	11,76	1	2,50	4	19,05	21	10,71	
TP	1	12,5					1	10,00					2	11,76	1	2,50			5	2,55	
TOT	8		11		43		10		22		24		17		40		21		196		

AVP: Azioni a voto plurimo ASV: Azioni senza voto APSV: Azioni privilegiate senza voto AVD: Azioni a voto determinante  
DC: *Depositary certificates* GP: Gruppi piramidali PP: Patti parasociali GS: Golden shares PI: Partecipazioni incrociate  
TV: Tetti al diritto di voto TP: Tetti al possesso azionario TOT: Totale

#### 4. *Firm performance e dual class shares*

Gli effetti della presenza di azioni dotate di diritto di voto diversi sulla *performance* della società sono alquanto controversi. Gli studi empirici sull'argomento risultano, infatti, spesso contraddittori e inconsistenti<sup>363</sup>.

In uno dei primi lavori sull'argomento si pone, innanzitutto, un'interessante premessa, spesso non sufficientemente considerata, ovvero che, in una società quotata, una ricapitalizzazione attraverso l'emissione di diverse categorie di azioni fornite di differenti diritti di voto, può, sostanzialmente, considerarsi sostitutiva di una decisione di *delisting*; in entrambi i casi, infatti, può verificarsi, potenzialmente, il consolidamento del potere a favore di un gruppo di soci<sup>364</sup>.

La scoperta principale di Lehn et al. è che le imprese che scelgono ricapitalizzazioni *dual-class* anziché il *delisting* presentano migliori prospettive di crescita, misurate in termini di fatturato, in numero di dipendenti, e in altri indici finanziari.

Uno degli studi più interessanti "a difesa" delle azioni a voto plurimo è quello di Dimitrov e Jain del 2006<sup>365</sup>, in cui gli autori, esaminando 178 operazioni di emissione di società con azioni a voto multiplo tra il 1979 e il 1998 avvenute negli Stati Uniti, concludono che l'utilizzo del voto potenziato determina "*positive abnormal returns*"; la stabilità del controllo che questi strumenti consentono avrebbe quindi un effetto positivo sulla remunerazione dell'investimento azionario.

Non mancano, tuttavia, contributi che giungono a considerazioni antitetiche. Villalonga e Amit, in una pubblicazione sempre del 2006<sup>366</sup>, dimostrano che le società

---

<sup>363</sup> Le criticità che, generalmente, si riscontrano in tutti gli studi empirici sono rappresentate dall'affidabilità dei dati, dalla significatività del campione esaminato e dalla considerazione per cui una correlazione statistica non implica necessariamente un rapporto di causalità.

<sup>364</sup> Cfr. K. LEHN – J. NETTER – A. POULSEN, *Consolidating corporate control: Dual-class recapitalizations versus leveraged buyouts*, in *J. Fin. Econ.*, 1990, 557.

<sup>365</sup> Cfr. V. DIMITROV – P. C. JAIN, *Recapitalization of One Class of Common Stock into Dual-class: Growth and Long-run Stock Returns*, in *J. Corp. Fin.*, 2006, 343.

<sup>366</sup> Cfr. B. VILLALONGA – R. AMIT, *Benefits and Costs of Control-Enhancing Mechanisms in U.S. Family Firms*, 2006, consultabile su [http://isites.harvard.edu/fs/docs/icb.topic66847.files/Belen\\_Villalonga.pdf](http://isites.harvard.edu/fs/docs/icb.topic66847.files/Belen_Villalonga.pdf).

che non si discostano dal principio *one share – one vote* hanno un valore di mercato più elevato. Il lavoro suggerisce che investitori e mercato premiano società con strutture di capitale più semplici.

Trovano, invece, correlazione positiva tra il *firm value*, calcolato attraverso il prezzo delle azioni, il totale dell'attivo, i ricavi e altri indici finanziari, e la presenza di azioni dotate di diritti di voto diversi, Crone e Plasken fra le società quotate nella borsa di Zurigo tra il 1992 e il 2008<sup>367</sup>.

Un recente studio, infine, pubblicato nel 2012, dall' *Investor Responsibility Research Center Institute (IRCC)* in collaborazione con l' *Institutional Shareholder Services (ISS)*, sulle società dell'indice S&P 1500 *Composite*, mostra che le società con un azionista di riferimento stabile e con azioni a voto multiplo avrebbero risultati migliori nel breve termine e peggiori nel lungo, rispetto alle *public companies*<sup>368</sup>.

Le società non controllate appaiono, inoltre, meno rischiose di quelle con *dual class shares* sia nel breve che nel lungo periodo.

Da quanto riportato, emerge chiaramente che non vi è unanimità di consensi circa il ruolo effettivamente svolto dalle azioni a voto plurimo (e in generale dalle azioni a voto quantitativamente diverso) sulla *performance* della società, la quale, infatti, è funzione di diverse e variegate variabili e di complessi meccanismi di mercato.

In questo contesto, si propongono, di seguito, tre ricerche empiriche volte a indagare l'eventuale associazione fra la presenza di azioni a voto multiplo e i) incentivi alla quotazione; ii) *performance* delle società dell'indice OMX Stockholm 30, nonché fra la sussistenza di azioni *a vote double* e la *performance* delle società dell'indice CAC40.

---

<sup>367</sup> Cfr. H. C. VON DER CRONE – E. PLASKEN, *The Value of Dual-Class Shares in Switzerland*, 2010, consultabile su <http://ssrn.com/abstract=1542780>.

<sup>368</sup> Cfr. IRCC – ISS, *Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Ten Year Performance and Risk Review*, 2012, consultabile sul link <http://irrcinstitute.org/wp-content/uploads/2015/09/FINAL-Controlled-Company-ISS-Report1.pdf>.

### 5. Azioni a voto plurimo e incentivi alla quotazione: analisi empirica

Il ruolo e l'importanza dell'accesso ai mercati finanziari per la crescita delle imprese, nonché dell'economia nel suo complesso, ha ricevuto negli ultimi anni vasta attenzione da parte della dottrina e, come sottolineato in precedenza, è stato al centro di recenti interventi del legislatore italiano<sup>369</sup>.

Si esaminerà, ora, l'eventuale associazione fra l'ammissibilità del voto plurimo (variabile "A", i cui valori possono essere "S" ovvero "N", a seconda che l'ordinamento in esame ammetta o meno il ricorso al voto plurimo) e la variazione<sup>370</sup>, in un arco temporale di 15 anni (2000-2014), del numero delle società quotate in 25 ordinamenti<sup>371</sup> (variabile "B").

In particolare, per valutare l'associazione tra le variabili citate, è stata condotta l'analisi non parametrica con il *test* di *Kruskal - Wallis*<sup>372</sup>; i risultati ottenuti mostrano come la media delle variazioni annue del numero delle società per azioni quotate sia

---

<sup>369</sup> Cfr. *supra* cap. 2, par. 5 e cap. 3, par. 2.

<sup>370</sup> Intendendosi qui per "variazione" la media delle variazioni annue.

<sup>371</sup> Gli ordinamenti oggetto dell'indagine sono stati selezionati in considerazione del fatto che hanno mantenuto, nell'arco temporale esaminato, la medesima disciplina con riferimento al voto plurimo e sono rappresentati dai seguenti Stati: Argentina, Austria, Belgio, Brasile, Canada, Danimarca, Emirati Arabi Uniti, Finlandia, Germania, Grecia, Hong Kong, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Qatar, Regno Unito, Slovenia, Spagna, Stati Uniti, Sudafrica, Svezia, Svizzera, Ungheria.

<sup>372</sup> I metodi non parametrici, così chiamati perché non richiedono la stima di parametri (quali la media, la deviazione standard, etc.), vengono impiegati nel caso in cui i dati associati alla variabile quantitativa non abbiano una distribuzione normale (o gaussiana). In particolare, poiché è risultato che la distribuzione dei valori all'interno della variabile "B" non rispetta tale requisito (*Test* di Shapiro - Wilk,  $W = 0,50761$ ;  $P < 2,2 \times 10^{-16}$ , valore decisamente inferiore a 0,05 non provandosi così l'ipotesi di distribuzione normale). Il *test* di *Kruskal - Wallis* può essere considerato l'equivalente non parametrico del *test* della varianza "univariata"; esso, basandosi sui ranghi, si utilizza in presenza di osservazioni misurate su scala ordinale; si dovrà attribuire, così, in via preliminare il rango a ogni valore, assegnando un numero progressivo (o la media dei valori in caso di dati coincidenti), e partendo da "1" per la misurazione più piccola. Lo scopo è verificare l'ipotesi nulla, che diversi gruppi indipendenti abbiano la medesima mediana, rispetto all'ipotesi alternativa che almeno una sia differente o non tutte le mediane siano uguali. Se il risultato indica una differenza statisticamente significativa (ossia che il valore di P osservato sia minore di 0,05) si deve concludere che la mediana di almeno un gruppo sia diversa da quella di almeno uno degli altri. Cfr. P. NEWBOLD - W. L. CARLSON - B. M. THORNE, *op. cit.*, 638.

(tendenzialmente) *più* positiva laddove il voto plurimo è ammesso, notandosi, comunque, che la forza di tale risultato non è particolarmente alta ( $P = 0,005031$ ).

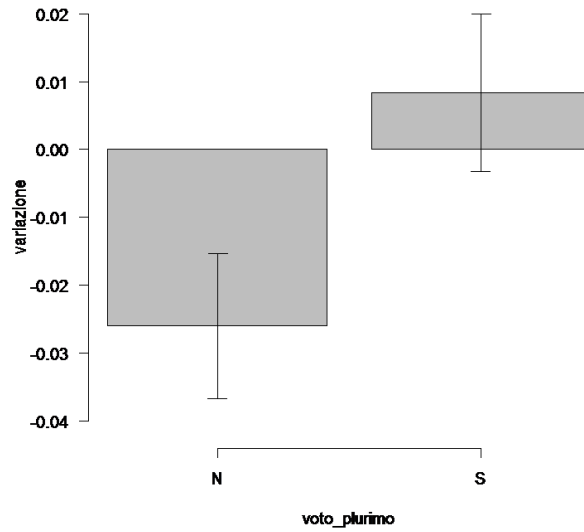
Si riportano di seguito la Tabella n. 3, riepilogativa delle medie delle variazioni annue del numero delle società quotate, suddivise per Stato, e il Grafico n. 4 in cui si illustrano i dati aggregati.

Tabella n. 3 – Media delle variazioni annue del numero delle società quotate (2000-2014)

Stato	Media delle variazioni annue del numero delle società quotate
Argentina	-1,73%
Austria	-1,07%
Belgio	-4,72%
Brasile	-1,75%
Canada	12,67%
Danimarca	-2,18%
Emirati Arabi Uniti	-4,76%
Finlandia	-1,54%
Germania	-1,45%
Grecia	-1,73%
Hong Kong	5,61%
Italia	-1,19%
Lussemburgo	-5,30%
Paesi Bassi	-5,34%
Polonia	6,52%
Portogallo	-4,68%
Qatar	-9,67%
Regno Unito	0,46%
Slovenia	-7,19%
Spagna	1,83%
Stati Uniti	-0,30%
Sudafrica	-1,53%
Svezia	-0,37%
Svizzera	-0,24%
Ungheria	-1,10%



Grafico n. 4 – Variazioni medie aggregate del numero delle società quotate



## 6. Rapporto tra performance sociale e voto doppio: indagine fra le società quotate dell'indice CAC40

Dopo aver precedentemente ripercorso il dibattito sul legame fra *performance* della società e *dual class shares*, si riportano ora i risultati di una ricerca empirica volta ad analizzare, mediante il *test* di Spearman<sup>373</sup>, in un arco temporale di 10 anni (2005 – 2014), la diffusione e le caratteristiche del voto di fedeltà fra gli emittenti quotati dell'indice CAC40 francese, nonché l'eventuale correlazione fra l'utilizzo di detta fattispecie (variabile "A")<sup>374</sup> e la *performance* sociale (parametro descritto dalle variabili "B<sub>1</sub>" (EBITDA)<sup>375</sup>, "B<sub>2</sub>" (utile netto), "B<sub>3</sub>" (ROE)<sup>376</sup> e "B<sub>4</sub>" (prezzo medio annuo dei titoli))<sup>377</sup>.

Si sottolinea subito come le azioni a *vote double* risultano ammesse nelle maggioranza (55%) delle osservazioni; dato che aumenta sensibilmente (61,1%) ove si considerino le sole società costituite in Francia. Il periodo medio di possesso richiesto ai fini dell'esercizio del voto potenziato risulta di 2,64 anni, con la netta maggioranza (81,82%) degli emittenti che adottano un periodo di possesso minimo pari a 2 anni.

La variabile "A", le cui manifestazioni sono elencate nelle Tabella n. 4 e n. 5 che seguono, è rappresentata dalla percentuale di voti esercitati dalle azioni di fedeltà sul totale dei voti, assegnandosi il valore 0 ove il voto doppio sia stato escluso con il meccanismo dell'*opt out*, di cui all'art. L225-123 *code de commerce*.

---

<sup>373</sup> Si è adoperato il *test* di Spearman in quanto la distribuzione dei valori delle variabili non è risultata normale.

<sup>374</sup> I dati relativi alla presenza e alle caratteristiche dei voti doppi nelle società oggetto del campione sono stati reperiti consultando i bilanci sociali, nonché i documenti predisposti ai sensi degli articoli L. 233-8 *code de commerce* e 223-16 *règlement général de l'Autorité des marchés financiers*.

<sup>375</sup> L'EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) è un indicatore di redditività che evidenzia il reddito di un'impresa basato solo sulla sua gestione caratteristica, quindi senza considerare gli interessi (gestione finanziaria), le tasse (gestione fiscale), i deprezzamento di beni e gli ammortamenti.

<sup>376</sup> Il ROE (*Return on Equity*) è un indice di redditività del capitale proprio, che esprime, in massima sintesi, i risultati economici dell'impresa, rapportando il reddito netto al capitale netto o capitale proprio dell'esercizio.

<sup>377</sup> I dati delle variabili "B<sub>1</sub>", "B<sub>2</sub>", "B<sub>3</sub>" e "B<sub>4</sub>" sono stati raccolti da Datastream.

Tabella n. 4 – Diffusione delle azioni a voto doppio nell'indice CAC40

Società	Stato di costituzione	Voto doppio di fedeltà S/N	Periodo minimo di possesso (anni)
ACCOR S.A.	FRANCIA	S	2
L'AIR LIQUIDE S.A.	FRANCIA	N	
AIRBUS GROUP N.V.	PAESI BASSI	N	
ALCATEL LUCENT S.A.	FRANCIA	S	3
ALSTOM S.A.	FRANCIA	N	
ARCELORMITTAL S.A.	LUSSEMBURGO	N	
AXA S.A.	FRANCIA	S	2
BNP PARIBAS S.A.	FRANCIA	N	
BOUYGUES S.A.	FRANCIA	S	2
CAP GEMINI S.A.	FRANCIA	N	
CARREFOUR S.A.	FRANCIA	S	2
CREDIT AGRICOLE S.A.	FRANCIA	N	
DANONE S.A.	FRANCIA	S	2
ENGIE S.A.	FRANCIA	N	
ESSILOR INTERNATIONAL S.A.	FRANCIA	S	2
KERING S.A.	FRANCIA	S	2
KLEPIERRE S.A.	FRANCIA	N	
L'OREAL S.A.	FRANCIA	N	
LAFARGEHOLCIM S.A.	SVIZZERA	N	
LEGRAND S.A.	FRANCIA	S	2
LVMH S.E.	FRANCIA	S	3
COMP. GEN. DES ET. MICHELIN S.C.A	FRANCIA	S	4
ORANGE S.A.	FRANCIA	N	
PERNOD RICARD S.A.	FRANCIA	S	10
PEUGEOT S.A.	FRANCIA	S	2
PUBLICIS GROUPE S.A.	FRANCIA	S	2
RENAULT S.A.	FRANCIA	N	
SAFRAN S.A.	FRANCIA	S	2
COMPAGNIE DE SAINT GOBAIN S.A.	FRANCIA	S	2
SANOFI S.A.	FRANCIA	S	2
SCHNEIDER ELECTRIC S.E.	FRANCIA	S	2
SOCIETE GENERALE SA	FRANCIA	S	2
SOLVAY S.A.	BELGIO	N	
TECHNIP S.A.	FRANCIA	S	2
TOTAL S.A.	FRANCIA	S	2
UNIBAIL-RODAMCO S.A.	FRANCIA	N	
VALEO S.A.	FRANCIA	S	4
VEOLIA ENVIRONNEMENT S.A.	FRANCIA	N	
VINCI S.A.	FRANCIA	N	
VIVENDI S.A.	FRANCIA	N	

Tabella n. 5 – Voti dopi/Voti totali (%)

Società	Media	Mediana	Min	Max
ACCOR S.A.	24,57	25,99	9,63	39,75
ALCATEL LUCENT S.A.	3,08	3,10	2,75	3,49
AXA S.A.	32,56	34,28	22,05	38,79
BOUYGUES S.A.	51,48	49,53	41,05	63,58
CARREFOUR S.A.	23,58	25,50	7,75	28,97
DANONE S.A.	9,07	9,18	0,07	14,81
ESSILOR INTERNATIONAL S.A.	14,32	14,32	12,12	15,91
KERING S.A.	55,94	55,92	50,53	60,20
LEGRAND S.A.	37,85	27,04	8,39	75,73
LVMH S.E.	61,46	61,51	58,06	63,21
COMPAGNIE GENERALE DES ETABLISSEMENTS MICHELIN S.C.A	45,60	44,75	41,17	52,04
PERNOD RICARD S.A.	18,19	17,05	16,69	22,70
PEUGEOT S.A.	41,54	43,56	23,10	50,78
PUBLICIS GROUPE S.A.	35,42	32,78	22,70	51,24
SAFRAN S.A.	41,25	38,48	31,74	50,30
COMPAGNIE DE SAINT GOBAIN S.A.	27,23	35,09	5,53	44,04
SANOFI S.A.	27,62	28,41	19,35	36,77
SCHNEIDER ELECTRIC S.E.	13,50	13,25	11,11	15,77
SOCIETE GENERALE SA	19,62	19,78	13,60	24,64
TECHNIP S.A.	12,46	9,87	8,77	18,07
TOTAL S.A.	16,67	16,62	16,07	17,68
VALEO S.A.	6,12	5,74	1,96	12,17

I risultati mostrano in tutti i casi l'assenza di una correlazione statisticamente significativa<sup>378</sup>, potendosi così affermare che all'aumentare di "A" non aumenta né decresce in modo rilevante nessuna delle variabili "B<sub>1</sub>", "B<sub>2</sub>", "B<sub>3</sub>", "B<sub>4</sub>". In particolare, i valori riportati sono i seguenti:

- "A" correlato con "B<sub>1</sub>",  $\rho = -0,116$ ,  $P = 0,0227$ ;
- "A" correlato con "B<sub>2</sub>",  $\rho = -0,071$ ,  $P = 0,163$ ;
- "A" correlato con "B<sub>3</sub>",  $\rho = 0,008$ ,  $P = 0,874$ ;
- "A" correlato con "B<sub>4</sub>",  $\rho = 0,067$ ,  $P = 0,1883$ .

---

<sup>378</sup> Il valore di "P", infatti, è in quasi tutti i casi maggiore di 0,05. L'unica potenziale correlazione (negativa), seppur molto debole, potrebbe essere fra la percentuale di voti doppi sui voti totali (variabile "A") e l'EBITDA.

7. (Segue): azioni a voto plurimo e creazione di valore nelle società dell'indice OMX Stockholm 30

Si riportano, infine, i risultati di una ricerca volta ad analizzare, in un arco temporale di 10 anni (2005 – 2014), la diffusione e le caratteristiche del voto plurimo fra gli emittenti quotati dell'indice OMX Stockholm 30 svedese<sup>379</sup>, nonché l'eventuale correlazione, nuovamente tramite il *test* di Spearman, fra l'utilizzo di detta fattispecie (variabile "A")<sup>380</sup> e la *performance* sociale (parametro descritto dalle variabili "B<sub>1</sub>" (EBITDA), "B<sub>2</sub>" (utile netto), "B<sub>3</sub>" (ROE) e "B<sub>4</sub>" (prezzo medio annuo dei titoli))<sup>381</sup>.

Le azioni a voto plurimo sono, innanzitutto, presenti nella maggioranza degli emittenti (62,06%) e il rapporto fra le azioni con diversi diritti di voto risulta, in tutti casi, pari a 1:10.

In media, i diritti di voto delle azioni "A" a voto plurimo risultano pari al 55,73% dei voti totali e, sostanzialmente, gli assetti di comando restano immutati nel corso degli anni; la deviazione *standard* percentuale è in media, infatti, pari al 4,12%.

La variabile "A", le cui manifestazioni sono elencate nelle Tabella n. 6 che segue, è rappresentata dalla percentuale di voti esercitati dalle azioni a voto plurimo sul totale dei voti, assegnandosi il valore 0 ove il voto multiplo non sussista.

---

<sup>379</sup> Non tutte le categorie azionarie delle società presenti nell'indice OMX Stockholm 30 sono quotate; l'indice è in realtà composto da 29 emittenti, poiché, per una società (Atlas Copco AB), sono presenti entrambe le azioni di classe "A" e "B".

<sup>380</sup> I dati annuali relativi alla presenza e alle caratteristiche delle azioni a voto plurimo sono stati raccolti dai bilanci sociali.

<sup>381</sup> I dati di *performance* sono stati raccolti da Datastream.

Tabella n. 6 – Caratteristiche delle azioni "A" a voto plurimo nelle società dell'indice OMX Stock. 30

Società	Numero voti azioni "A"	Quotate S/N	Media Voti A/Voti Totali (%)	Mediana Voti A/Voti Totali (%)	Min Voti A/Voti Totali (%)	Max Voti A/Voti Totali (%)	Deviazione Standard Voti A/Voti Totali (%)
ABB							
Alfa Laval							
ASSA ABLOY	10	N	35,48	35,59	35,29	35,61	0,17
Atlas Copco	1	S	95,51	95,56	95,25	95,61	0,14
AstraZeneca							
Boliden							
Electrolux	1	S	22,47	21,45	21,41	24,89	1,56
Ericsson	1	S	46,52	46,50	46,24	46,89	0,29
Fingerprint Cards	10	N	20,70	20,47	17,34	23,78	2,35
Getinge	10	N	41,75	41,75	41,75	41,75	0,00
Hennes & Mauritz	10	N					
Investor	1	S	80,14	82,36	76,06	82,36	3,09
Kinnevik	10	S	68,03	68,05	64,28	70,13	2,30
Lundin Petroleum							
Nordea Bank							
Nokia Oyj							
Sandvik							
SCA	10	S	62,39	62,68	58,16	65,59	3,15
SEB	1	S	99,79	99,89	99,64	99,89	0,14
Securitas	10	N	33,01	33,01	33,01	33,01	0,00
Svenska Handelsbanken	1	S					
Skanska	10	N	34,47	33,40	33,22	36,23	1,59
SKF	1	S	51,88	52,25	47,41	54,97	2,96
SSAB	1	S	80,35	96,66	15,10	96,66	36,48
Swedbank							
Swedish Match							
Tele2	10	S	39,11	33,18	32,26	48,57	8,58
TeliaSonera							
Volvo	1	S	80,14	82,36	76,06	82,36	3,09

I risultati mostrano in due casi la presenza di una correlazione statisticamente significativa, potendosi così affermare che all'aumentare di "A" aumentano in modo rilevante le variabili "B<sub>1</sub>" (EBITDA) e "B<sub>2</sub>"(utile netto). In particolare, i valori riportati sono i seguenti:

- "A" correlato con "B<sub>1</sub>",  $\rho = 0,266$ ,  $P = 4,513 \times 10^{-6}$ ;
- "A" correlato con "B<sub>2</sub>",  $\rho = 0,235$ ,  $P = 5,178 \times 10^{-5}$ ;
- "A" correlato con "B<sub>3</sub>",  $\rho = -0,055$ ,  $P = 0,353$ ;
- "A" correlato con "B<sub>4</sub>",  $\rho = 0,007$ ,  $P = 0,905$ .

Le correlazioni significative sono mostrate nei Grafici n. 7 e n. 8.

Grafico n. 7 – Correlazione fra Voti plurimi/Voti Totali ed EBITDA

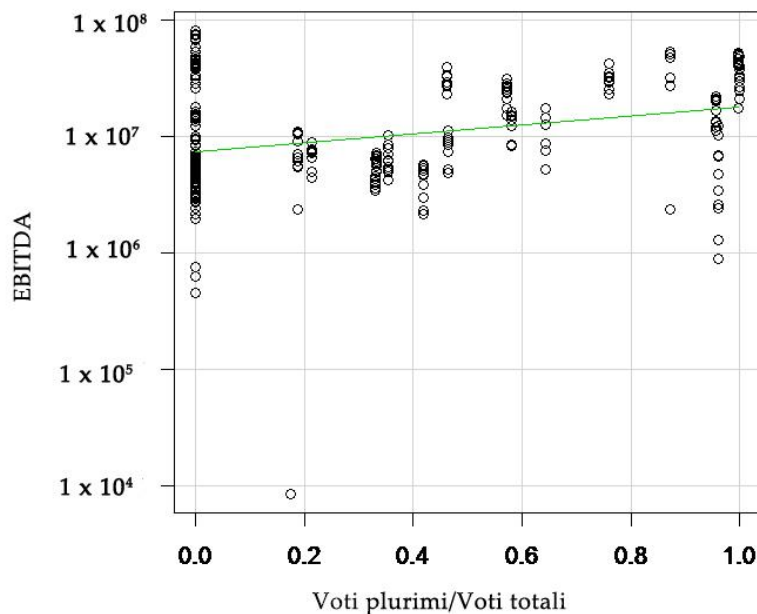
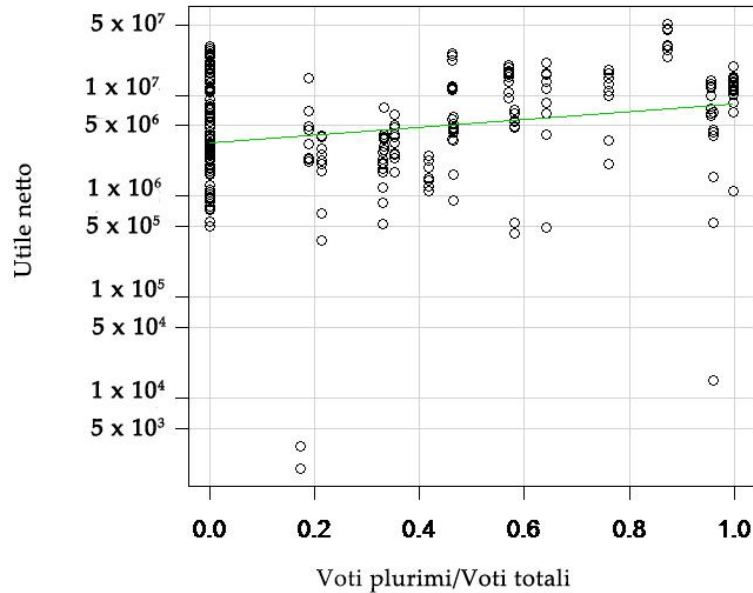




Grafico n. 8 – Correlazione fra Voti plurimi/Voti totali ed Utile netto



Occorre precisare che, benché vi sia un correlazione positiva statisticamente significativa fra la percentuale dei voti plurimi sui voti totali e le variabili “EBITDA” e “utile netto”, ciò non significa (necessariamente) che fra esse vi sia anche un rapporto causa/effetto. La forza della correlazione ( $\rho$ ), infatti, non è molto alta in entrambi i casi.



## CAPITOLO V

## LA DISCIPLINA DELLE AZIONI A VOTO PLURIMO NEL NUOVO ART. 2351 C.C.

Sommario: 1. Analisi della fattispecie di cui all'art. 2351, comma 4, c.c. – 2. Voto plurimo, condizione e termine. Le *loyalty shares* nelle società non quotate – 3. La *creazione* delle azioni a voto plurimo in generale – 4. Azioni a voto plurimo e modalità di calcolo dei *quorum* – 5. La creazione delle azioni a voto plurimo in particolare – 6. Creazione di azioni a voto plurimo mediante aumento del capitale sociale a pagamento – 6.1. (*Segue*): ...senza esclusione del diritto di opzione in assenza di differenti categorie azionarie preesistenti – 6.2. (*Segue*): ...senza esclusione del diritto di opzione in presenza di differenti categorie azionarie preesistenti – 6.3. (*Segue*): ...con esclusione del diritto di opzione in presenza o assenza di differenti categorie azionarie preesistenti – 7. Creazione di azioni a voto plurimo mediante aumento gratuito del capitale – 8. Creazione di azioni a voto plurimo mediante conversione obbligatoria o facoltativa di tutte o alcune delle azioni

1. *Analisi della fattispecie di cui all'art. 2351, comma 4, c.c.*

Il comma 4 dell'art. 2351 c.c., come modificato dall'art. 20 del d. l. 24 giugno 2014, n. 91, poi convertito con modificazioni dalla legge 11 agosto 2014, n. 116, dispone che: “salvo quanto previsto da leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritti di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Ciascuna azione a voto plurimo può avere fino a un massimo di tre voti”.

L'ambito di applicazione della norma è rappresentato dalle s.p.a. “chiuse” e aventi azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante<sup>382</sup>.

---

<sup>382</sup> L'art. 127-*sexies*, comma 1, TUF deroga, infatti, alla disciplina codicistica dell'art. 2351 c.c. solo con riferimento alle società con azioni quotate, come previsto dall'art. 119 TUF. La definizione di emittenti azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante si ritrova nell'art. 2-*bis* RE, da ultimo modificato dalla delibera Consob n. 18214 del 9 maggio 2012, ove si stabilisce che: “sono emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani i quali, contestualmente: a) abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%<sup>21</sup>; b) non abbiano la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'articolo 2435-*bis*, primo comma, del codice civile.”; nell'ultimo elenco diffuso dalla Consob con delibera n. 19298 del 5 agosto 2015 e aggiornato al 30 luglio 2015, si contano appena 66 società, di cui una con obbligazioni diffuse, che rappresentano esattamente lo 0,18% di tutte le società per azioni (i dati sul numero attuale delle società per azioni sono forniti da InfoCamere). Si noti, infine, che le azioni a voto plurimo potranno essere “ereditate” dalle società per azioni quotate, ai sensi del secondo comma dell'art. 127-*sexies* TUF; in tal caso non potrà applicarsi congiuntamente la maggiorazione del voto di cui al precedente art. 127-*quinquies* TUF.

Le azioni a voto multiplo costituiscono, innanzitutto, una categoria, ai sensi degli artt. 2348 e 2376 c. c.; si tratta, peraltro, di una categoria tipica, che si affianca a quelle già disciplinate dal legislatore, quali le azioni senza diritto di voto, a voto limitato o condizionato (2351, comma 2, c.c.), le azioni postergate nelle perdite (art. 2348, comma 2 c.c.), le azioni correlate (art. 2350, comma 2, c.c.).

Il legislatore fissa in tre il numero massimo di voti che può essere riconosciuto ad ogni azione, non vedendosi ragioni ostative alla possibile previsione anche di decimali di voto, la cui compatibilità, in astratto, è confermata dall'istituto della maggiorazione, di cui all'art. 127-*quinquies* TUF; nella misura in cui si prevede che "gli statuti possono disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino a un *massimo* di due voti", si ammette, infatti, la facoltà di una maggiorazione inferiore rappresentata necessariamente da un numero decimale<sup>383</sup>.

Non è stato previsto un limite all'emissione di azioni a voto plurimo, mentre rimane il vincolo dell'art. 2351, comma 2, c.c. della metà del capitale sociale per le azioni prive del diritto di voto, con diritto di voto limitato o con un unico voto condizionato; essendo, così, sufficiente, come già accennato, il 12,5% del capitale + 1 azione per avere il controllo di diritto<sup>384</sup>.

---

<sup>383</sup> In senso analogo B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, 465; N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giustiziacivile.com*, 2014, 4; P. MARCHETTI, *Commento all'Art. 20 del D. L. Competitività (Azioni a voto maggiorato, a Voto Plurimo ed Altro)*, Relazione al Convegno tenutosi il 22 settembre 2014 dal Consiglio Notarile di Milano, 5.

<sup>384</sup> L'inciso "Il valore di tali azioni non può complessivamente superare la metà del capitale sociale", di cui all'art. 2351, comma 2, secondo periodo, c.c. è, infatti, riferibile, secondo una pacifica interpretazione letterale, solo alla fattispecie di cui al primo periodo del medesimo comma, non essendo stata riportata nel novellato comma 4 dell'art. 2351 c.c. In questo senso B. MASSELLA DUCCI TERI, *op. cit.*, 465; N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo cit.* 4; P. MARCHETTI, *op. ult. cit.*, 5; M. S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015, 134; M. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 512; M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 266; C. F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo cit.*, 779; in senso dubitativo C. ANGELICI, *op. ult. cit.*, 211; *contra* M. LIBERTINI, *ibidem*, 246.

Il calcolo della percentuale di capitale sociale necessaria per il controllo di diritto (C) è agevole ed è espresso dalla seguente formula generale; per cui "C" corrisponde al rapporto fra il numero totale

La lettera della norma, facendo riferimento a un numero massimo di voti pari a 3, sembrerebbe precludere la possibilità che, pur mantenendo il duplice limite costituito *i)* dal rapporto di attribuzione 1:3 fra le categorie con minori e maggiori poteri di voto e *ii)* dal fatto che le azioni senza voto o a voto (anche quantitativamente) limitato non superino la metà del capitale sociale, si configurino azioni con diritti di voto minori a 1 o superiori a 3 relativamente alla porzione di capitale sociale non soggetta alle limitazioni di cui all'art. 2351, comma 2, c.c.

Si noti che, rispettando il rapporto di voto 1:3 nel capitale *non limitato*, una ricostruzione che desse rilievo al coefficiente di voto in senso *dinamico* sarebbe perfettamente compatibile con il nuovo assetto di poteri introdotto dalla riforma e assolutamente sovrapponibile, in termini di risultato, al caso in cui ad una categoria fosse assegnato un voto e all'altra tre voti<sup>385</sup>.

Ai fini di esplicitare meglio le osservazioni svolte si riportano i seguenti esempi.

Il capitale sociale della società Alfa s.p.a. è suddiviso in 1.000 azioni, di cui 150 di categoria "A" con 3 voti, 350 di categoria "B" con 1 voto e 500 di categoria "C" con 0 voti; il totale dei voti esercitabili dalle azioni "A" è di 450 (56,25% del totale), mentre le azioni "B" potranno esprimere 350 voti (43,75%). È agevole notare come la medesima situazione si verificherebbe nel caso in cui alle azioni "A" fossero attribuiti 1,5 voti e alle azioni "B" 0,5 voti, ovvero, alle azioni "A" 15 voti e alle azioni "B" 5 voti; in entrambi i casi i diritti di voto delle sopra menzionate categorie rimarrebbero

---

dei voti esercitabili (V) e il coefficiente di moltiplicazione (x) applicabile alle proprie azioni più uno, il tutto aggiunto di 1:

$$C = \frac{V}{x+1} + 1$$

Nel caso di una società con 100 azioni, pertanto, di cui 50 senza diritto di voto, la percentuale "C" sarà data da  $(50/(3 + 1)) + 1$ , e precisamente da  $12,5\% + 1$ .

<sup>385</sup> Una siffatta soluzione è adottata nell'ordinamento svedese, ove si prevede nella sezione 5§ dell'*Aktiebolagslag* (2005:551), rubricata *Röstvärdesskillnader* (Differenze nei diritti di voto), che ogni azione non può incorporare voti che siano più di dieci volte maggiori di quelli di ogni altra azione.

invariati, nonché i relativi rapporti  $3 : 1 = 1,5 : 0,5 = 15 : 5$ ; avendosi, con riferimento alla categoria "A", 225 voti su 400 nella prima ipotesi e 2.250 voti su 4.000 nella seconda, e per "B" rispettivamente 175 su 400 e 1.750 su 4.000.

Si pensi, ora, a quest'altra eventualità. Il capitale di Beta s.p.a. è suddiviso in 1.500 azioni, di cui 500 di categoria "A" con 3 voti, 500 di categoria "B" con 2 voti e 500 di categoria "C" con 1 voto. In questo caso, i voti riferibili alla categoria "A" sono 1.500 (50% del totale), quelli espressi dalle azioni "B" ammontano a 1.000 (33,33%), mentre quelli della categoria "C" risultano 500 (16,67%). Qualora alla categoria "A" venisse assegnato 1 voto, alla categoria "B" 2/3 di voto e alla categoria "C" 1/3 di voto, o, alle azioni "A" 30 voti, alle azioni "B" 20 e alle azioni "C" 10, il risultato non cambierebbe<sup>386</sup>.

Nel nuovo scenario normativo risulta confermato che lo statuto potrà non contemplare alcuna azione ordinaria, potendo essere il capitale sociale interamente rappresentato da azioni di categoria, dotate di diritti speciali, con il solo limite che la metà delle stesse sia a voto non limitato ex art. 2351, comma 2, c.c.<sup>387</sup>

Parimenti, non potrebbe escludersi che tutte le azioni siano a voto plurimo, differenziato in relazione agli argomenti all'ordine del giorno, ovvero, alle delibere dell'assemblea ordinaria o straordinaria; potendosi ammettere, a titolo esemplificativo, una clausola statutaria, che preveda due categorie di azioni, attribuendo a ciascuna di esse un diritto di voto plurimo sulle deliberazioni aventi ad oggetto, rispettivamente, la nomina dell'organo gestorio e la nomina dell'organo di controllo<sup>388</sup>. Ugualmente non

---

<sup>386</sup> I voti espressi da "A" sarebbero, infatti, 500 su 1.000 nella prima ipotesi e 15.000 su 30.000 nella seconda; quelli esercitabili da "B", rispettivamente 333,33 su 1.000 e 10.000 su 30.000 e, infine, quelli riferibili alla categoria "C" 166,67 su 1.000 e 5.000 su 30.000, notando che i relativi rapporti resterebbero immutati:  $3:2:1 = 1:2/3:1/3 = 30:20:10$ .

<sup>387</sup> Come è stato autorevolmente osservato, infatti, la presenza di una categoria di azioni "ordinarie", qualora vi siano due o più categorie di azioni, rappresenta il frutto di una scelta rimessa – anch'essa – all'autonomia statutaria, e dipende dalla circostanza (non necessaria) che una delle categorie di azioni non abbia variante alcuna rispetto a quanto derivante dalla disciplina suppletiva e derogabile del tipo della società per azioni, cfr. M. NOTARI, *Art. 2348*, in *Azioni*, a cura di M. NOTARI, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2008, 161.

<sup>388</sup> Cfr. OSSERVATORIO SUL DIRITTO SOCIETARIO DEL CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, *Orientamento 47/2014. Categorie di azioni a voto plurimo e nomina delle cariche*

sembra potersi revocare in dubbio che siano configurabili distinte categorie di azioni a voto plurimo, differenziate per il numero di voti ad esse spettanti; arrivando ad ammettersi che i sopradetti strumenti potrebbero combinarsi, avendosi azioni con voti diversi su materie diverse. Ne risulta un modello a geometria variabile che ben si presta a dare risposta all'ampia gamma di interessi che ruotano attorno all'impresa azionaria, riconoscendosi la facoltà di graduare la misura del voto a seconda delle contingenti esigenze della società e delle specifiche caratteristiche che rendono una nuova emissione di azioni *attraente* per nuovi capitali.

Un esame più ampio necessita la disposizione, di cui all'art. 2351, comma 4, c.c., la quale permette di subordinare il voto plurimo "al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative".

## 2. *Voto plurimo, condizione e termine. Le loyalty shares nelle società non quotate*

In primo luogo, si deve sottolineare come la condizione presupposta dall'art. 2351, comma 4, c.c., analogamente a quella dettata nel secondo comma del medesimo articolo, vada qualificata come sospensiva, in quanto determina l'attribuzione di un diritto – nello specifico il voto plurimo – sino a quel momento *sospeso*, e legato al verificarsi di uno specifico evento, determinato nello statuto<sup>389</sup>.

Ci si potrebbe interrogare sull'opportunità di subordinare a condizioni sospensive "meramente potestative" il diritto di voto plurimo, quando esso può essere

---

*sociali*, 2014, consultabile su <http://www.consigionotarilefirenze.it/index.php/orientamenti/societa-di-capitali/azioni-e-quote/114-categorie-di-azioni-a-voto-plurimo-e-nomina-delle-cariche-sociali-47-2014.html>; in senso analogo N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo cit.*, 11; C. F. GIAMPAOLINO, *op. ult. cit.*, 802.

<sup>389</sup> In questo senso cfr. anche N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo cit.*, 8; M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Riv. not.*, 2014, 921.

Sulla condizione in generale cfr. P. GALLO, *La condizione*, in ID., *Trattato del contratto*, Torino, 2010, 2, 1169; D. CARUSI, *Condizione e termini*, in *Effetti*, a cura di M. COSTANZA, in *Trattato del contratto*, diretto da V. Roppo, Milano, 2006, III, 267; M. COSTANZA, *Condizione nel contratto*, in *Commentario del codice civile Scialoja – Branca*, a cura di F. GALGANO, Bologna, 1997, passim; A. FALZEA, *La condizione e gli elementi dell'atto giuridico*, Napoli, 1979, passim; ID., *Condizione (dir. civ.)*, in *Enc. giur.*, VII, Roma, 1988, 5.

completamente escluso dall'autonomia statutaria. Si potrebbe, in questo senso, argomentare che se il legislatore rimette ad una libera scelta delle parti la decisione sull'eventualità di introdurre o meno un siffatto strumento, avrebbe dovuto anche consentire che l'esercizio di tale diritto potesse essere condizionato alla mera volontà degli organi sociali. Un segno in questa direzione potrebbe darsi dalla considerazione che, con la riforma organica del 2003, si è introdotta, ex art. 2355-*bis*, comma 2, c.c., la facoltà di subordinare il trasferimento delle azioni al mero gradimento degli organi sociali o di altri soci, sebbene una siffatta clausola statutaria sia efficace soltanto ove riconosca all'alienante il diritto di recesso ovvero obblighi la società o gli altri soci all'acquisto<sup>390</sup>. Ad un esame più approfondito, tuttavia, sembra che il fondamento del divieto sopra citato debba ricercarsi nel precetto generale della disciplina del contratto, di cui all'art. 1355 c.c., che sancisce la nullità dell'alienazione di un diritto o dell'assunzione di un obbligo subordinata a una condizione sospensiva che la faccia dipendere dalla mera volontà dell'alienante o, rispettivamente, da quella dell'acquirente<sup>391</sup>.

Dalla condizione "meramente potestativa" va distinta, peraltro, quella potestativa, la quale, pur dipendendo dalla determinazione di un soggetto, è collegata a fattori oggettivi atti ad incidere su tale volontà<sup>392</sup>.

---

<sup>390</sup> In generale sui limiti alla circolazione delle azioni cfr. L. STANGHELLINI, *Art. 2355-bis*, in *Azioni*, a cura di M. NOTARI, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2008, 559; D. VATTERMOLI, *Art. 2355-bis*, in *La riforma delle società*, a cura di M. SANDULLI – V. SANTORO, Torino, 2003, I, 173; V. MELI, *Art. 2355-bis*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, 2004, I, 336; P. DAL SOGLIO, *Art. 2355-bis*, in *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 aggiornato al D. lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, Padova, 2005, I, 329; S. GATTI, *La disciplina della circolazione delle partecipazioni sociali secondo il d. lgs. n. 6 del 2003*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 1.

<sup>391</sup> Cfr. in questo senso, ma con riferimento alla condizione sospensiva di cui all'art. 2351, comma 2, c.c., M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni cit.*, 63; A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 467; A. ANGELILLIS – M. L. VITALI, *op. cit.*, 423.

<sup>392</sup> Cfr. in giurisprudenza Cass., 21 maggio 2007, n. 11774 in *Mass. Giust. civ.*, 2007, 5; Cass., 16 gennaio 2006, n. 728, in *Mass. Giust. civ.*, 2006, 3; Cass. 20 giugno 2000, n. 8390, in *Contratti*, 2000, 11, 997; in dottrina B. CAPONETTI, *La condizione potestativa e meramente potestativa. Confronto con le figure del recesso e dell'opzione*, in *La condizione nel contratto tra 'atto' e 'attività*, a cura di F. ALCARO, Padova, 2008, 58 e ss.;



Gli eventi in essa dedotti dovranno sostanzialmente in avvenimenti futuri<sup>393</sup> e incerti<sup>394</sup>, ai sensi dell'art. 1353 c.c., ma anche determinati o determinabili<sup>395</sup>; e saranno riportati nello statuto con sufficiente precisione, unitamente alle relative modalità di accertamento e al conseguente riconoscimento del diritto di voto plurimo. In assenza di una specifica previsione statutaria in tal senso, accogliendo un orientamento formatosi con riferimento alla condizione di cui all'art. 2351, comma 2, c.c., si può ritenere che a tale compito sarà chiamato, innanzitutto, l'organo gestorio, nonché, sulla base delle informazioni da questo ricevute, il presidente dell'assemblea, in sede di accertamento dei presenti e dei risultati delle votazioni, ai sensi dell'art. 2371 c.c.<sup>396</sup>

Pur in difetto di un'espressa disposizione normativa, non sembrano sussistere impedimenti alla configurazione di azioni con diritto di voto *ab origine* plurimo, ma risolutivamente condizionato al verificarsi di un avvenimento, il cui accertamento determinerà il venir meno del privilegio<sup>397</sup>. La legittimità di suddette clausole vedrebbe fondamento nel principio di atipicità delle categorie azionarie enunciato

---

G. TATARANO – C. ROMANO, *Condizione e modus*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, diretto da P. Pierlingieri Napoli, 2009, 29.

<sup>393</sup> Sulla possibilità di identificare l'evento futuro in un fatto che, pur essendosi verificato nel passato, venga conosciuto in un momento successivo ad esso, cfr. C. M. BIANCA, *Diritto civile*, 3, *il contratto*, Milano, 1993, 544, il quale sottolinea come la futurità sarà riferita, in questi casi, non al fatto, ma all'accertamento dell'accadimento, sul quale sussista una incertezza obiettiva; G. TATARANO – C. ROMANO, *op. cit.*, 17; M. COSTANZA, *La condizione e gli altri elementi accidentali*, in *I contratti in generale*, a cura di E. GABRIELLI, in *Trattato dei Contratti*, diretto da P. Rescigno – E. Gabrielli, Torino, 2006, 2, 932; V. ROPPO, *op. cit.*, 611; in giurisprudenza Cass., 8 luglio 1968, n. 2335, in *Mass. Giur. it.*, 1968, 129.

<sup>394</sup> L'incertezza sussiste quando in base a un normale giudizio conoscitivo non è possibile sapere con ragionevole certezza se un evento accadrà o non accadrà; per questa definizione cfr. C. M. BIANCA, *op. cit.*, 543.

<sup>395</sup> L'indeterminabilità dell'evento si risolverebbe nella sua impossibilità, cfr. Cass. 9 febbraio 1995, n. 1453, in *Mass. Giust. civ.*, 1995, 310.

<sup>396</sup> Cfr. A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1268; N. ABRIANI, *Art. 2351 cit.*, 316.

<sup>397</sup> In senso analogo N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo cit.*, 8; M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, 935; con riferimento all'ammissibilità di azioni con (un) voto risolutivamente condizionato, di cui all'art. 2351, comma 2, c.c. cfr. N. ABRIANI, *Art. 2351 cit.*, 316; A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, 1294; cfr. sull'argomento anche M. NOTARI, *Le categorie speciali cit.*, 64, in cui l'autore afferma che "Il voto "condizionato" può assumere qualsiasi sembianza, posto che l'unico limite alla determinazione dell'evento condizionante (ed ai possibili connessi termini iniziali e finali) sta nell'impossibilità di dedurre una condizione meramente potestativa".

nell'art. 2438, comma 2, c.c., per cui la libertà di determinazione del contenuto delle azioni speciali troverebbe i propri limiti solo in specifiche disposizioni di divieto – nello specifico, nell'inammissibilità di una condizione (risolutiva) meramente potestativa – o nei tratti inderogabili del tipo<sup>398</sup>.

Non si vedono, inoltre, ostacoli a prevedere che la condizione possa avere un effetto transitorio, potendo, cioè, il diritto di voto *andare e venire* a seconda del realizzarsi o meno dell'evento condizionante, ovvero definitivo, di modo che, verificatasi la condizione, acquisiranno o perderanno in via definitiva il diritto di voto potenziato (o una porzione di esso)<sup>399</sup>.

Infine, pare non ci siano problemi a ritenere che la condizione potrà assumere un carattere *oggettivo* (dipendente, a titolo esemplificativo, dall'andamento economico della società o da particolari eventi di mercato) o *soggettivo* (con riferimento, ad esempio, alla cessione delle partecipazioni)<sup>400</sup>.

Sembra pacifico, alla luce delle considerazioni appena svolte, ritenere ammissibili sia categorie di azioni, che garantiscano al loro possessore un diritto di voto plurimo, *a)* sospensivamente condizionato al possesso ininterrotto delle stesse per un periodo minimo predeterminato e *b)* risolutivamente condizionato all'evento

---

<sup>398</sup> I quali, tuttavia, come si è osservato *supra* non sempre sono di agevole individuazione.

<sup>399</sup> Cfr., con riferimento al voto condizionato, di cui all'art. 2351, comma 2, c.c., M. NOTARI, *Le categorie speciali cit.*, 65; N. ABRIANI, *Art. 2351 cit.*, 316; A. ANGELILLIS – M. L. VITALI, *op. cit.*, 427; relativamente al voto plurimo condizionato cfr. N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo cit.*, 8.

<sup>400</sup> Cfr. P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e Mercato. Scritti dedicati a Mario Libertini*, Milano, 2015, I, 3; in questo senso, ma con riferimento alla condizione di cui all'art. 2351, comma 2, c.c., cfr. A. ANGELILLIS – M. L. VITALI, *op. cit.*, 428; per un'esemplificazione delle possibili condizioni cfr. F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 96.

“alienazione”<sup>401</sup>, sia clausole statutarie che condizionino i diritti di voto dell’intero capitale azionario nel modo appena descritto<sup>402</sup>.

Saranno pertanto ipotizzabili – anche nelle società non quotate – clausole di maggioranza aventi le stesse caratteristiche di quelle descritte nell’art. 127-*quinquies* TUF; nonché, e questa volta per le sole società non quotate, categorie di azioni di fedeltà con voto plurimo.

Si aggiunga che per accrescere l’effetto fidelizzante potrebbe essere previsto un meccanismo di voto plurimo a *tranches*; prevedendosi, cioè, un incremento annuo (o semestrale) del potere di voto pari, a titolo esemplificativo, a 0,5 voti, fino a giungere,

---

<sup>401</sup> Così anche OSSERVATORIO SUL DIRITTO SOCIETARIO DEL CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, *Orientamento* 48/2014. *Categorie di voto plurimo fidelizzanti*, 2014, consultabile su <http://www.consiglionotarilefirenze.it/index.php/orientamenti/societa-di-capitali/azioni-e-quotel/115-categorie-di-azioni-a-voto-plurimo-fidelizzanti-48-2014.html>, in cui, tuttavia, anziché a una condizione risolutiva che si verificherebbe in caso di alienazione, comportando la perdita del voto plurimo, si fa riferimento a una clausola di conversione automatica delle azioni a voto multiplo in azioni senza voto, in caso di cessione; cfr. anche C. F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato cit.*, 800; B. MASSELLA DUCCI TERI, *op. cit.*, 474.

<sup>402</sup> In senso analogo N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo cit.*, 10; secondo M. BIONE, *Il principio della corrispondenza cit.*, 276, sarebbe possibile *aggiungere* la maggioranza del voto al voto plurimo; l’autore argomenta, innanzitutto, che non potrebbe opporsi a una siffatta ricostruzione il rilievo che il limite dei tre voti rappresenta il *tetto massimo e insuperabile* contro il quale è consentita la discriminazione tra azionisti in ragione dei rispettivi modelli di azione di cui sono titolari e che l’ipotizzato superamento di tale limite violerebbe un’opzione operata dal legislatore con norma inderogabile, in quanto la maggioranza non entrerebbe a far parte del contenuto oggettivo dell’azione ma sarebbe legata alla persona del socio e alla continuità della detenzione, aggiungendosi che voto plurimo e maggiorato riposano su piani diversi. Tale orientamento, tuttavia, non sembra condivisibile. *In primis*, come si è dimostrato, il voto maggiorato non sarebbe altro che una particolare configurazione del voto plurimo; inoltre, accogliere una siffatta impostazione significherebbe ridurre (seppur temporaneamente) la soglia minima necessaria per il controllo di diritto, la quale, come si è rilevato in precedenza (cfr. *supra* cap. III, par. 3) sarebbe inderogabile, in quanto requisito del tipo. Si faccia il seguente esempio. La società Alfa s.p.a. ha un capitale di 100 azioni, suddiviso in 13 azioni di categoria “A” a tre voti, 37 azioni di categoria “B” a 1 voto e 50 azioni di categoria “C” senza voto; i voti esercitabili dalle azioni “A”, in questo contesto, sarebbero 39 e quelli dalle azioni “B” 37; se operasse una clausola di maggioranza, assimilabile a quella prevista dall’art. 127-*quinquies* TUF, i voti spettanti alle azioni “A” sarebbero 78, mentre le azioni “B” potrebbero esprimerne 74, rimanendo così (momentaneamente) invariati i rapporti fra le varie categorie. Se le azioni “B”, tuttavia, fossero oggetto di alienazione, i voti da queste rappresentati tornerebbero a 37; in un siffatto scenario, chi detenesse le azioni di categoria “A” potrebbe dismettere (quasi) la metà della propria partecipazione, mantenendo, comunque, – almeno finché non operasse nuovamente la maggioranza per le azioni “B” – il controllo di diritto. Nell’esempio proposto, il titolare delle azioni “A” potrebbe alienare 6 azioni su 13, detenendo, così, solo il 7% del capitale, e avere ugualmente il controllo, seppur temporaneo, di diritto.

dopo 4 anni (o due anni nel caso di maggiorazione semestrale) di possesso continuativo, ad avere azioni con 3 voti; il duplice vantaggio di questo sistema sarebbe determinato, da una parte, dal fatto che l'azionista vedrebbe riconoscersi un piccolo *premio* di fedeltà, anche a fronte di un possesso non eccessivamente prolungato, essendo, così, quasi certamente incentivato a mantenere la partecipazione per questo primo arco temporale<sup>403</sup>, e, dall'altra, dalla considerazione per cui, fintanto che gli verrà riconosciuto un potenziamento cadenzato del diritto di voto, il suo interesse al mantenimento dei titoli azionari della società potrebbe essere superiore rispetto a quello di chi maturi l'intero incremento in un'unica soluzione.

Si noti, da ultimo, che pare potersi correttamente sostenere, a seguito dei rilievi proposti, che le azioni a voto maggiorato rappresentino una speciale configurazione delle azioni a voto plurimo, ponendosi i due istituti in un rapporto di genere e specie.

Ci si potrebbe chiedere, infine, se possano emettersi azioni, per le quali il voto plurimo sia riconosciuto, o venga meno, solamente a partire da un certo periodo temporale. In questa ipotesi l'esercizio del voto potenziato sarebbe sottoposto non già ad una condizione, difettando il requisito dell'incertezza, bensì a un termine iniziale o finale. Sembra, comunque, potersi ammettere una siffatta clausola statutaria, in ragione del già citato principio di atipicità delle categorie azionarie e sulla base della considerazione per cui l'introduzione di una tale disposizione non supererebbe i confini posti all'autonomia statutaria, non violando alcun specifico divieto e non ponendosi in contrasto con i principi inderogabili del tipo<sup>404</sup>.

---

<sup>403</sup> Potrebbe ragionevolmente assumersi, infatti, che quanto più vicino sarà il vantaggio prospettato tanto maggiore sarà l'effetto di *retaining*.

<sup>404</sup> Ritengono ammissibili tali clausole con riferimento all'art. 2351, comma 2, c.c., A. ANGELILLIS – M. L. VITALI, *op. cit.*, 428.

### 3. *La creazione delle azioni a voto plurimo in generale*

Dopo aver tracciato le caratteristiche generali che potranno assumere le azioni a voto plurimo, occorre, ora svolgere alcune considerazioni con particolare riferimento alla loro "creazione", intendendosi con essa l'adozione di clausole statutarie contenenti la disciplina dei diritti diversi spettanti ad una parte delle azioni in cui è suddiviso il capitale sociale, contestualmente emesse dalla società o la cui emissione è prevista nello statuto in dipendenza di eventi futuri<sup>405</sup>.

In linea di principio, la creazione delle azioni a voto plurimo potrà avvenire nell'ambito, e per effetto, di una molteplicità di atti sociali, di seguito elencati: *a)* la costituzione della società; *b)* l'aumento del capitale sociale a pagamento (con e senza diritto di opzione); *c)* l'aumento di capitale gratuito; *d)* la conversione (obbligatoria o facoltativa) di azioni già emesse; *e)* la trasformazione, la fusione o la scissione della società.

Prima di esaminare i nodi interpretativi che possono nascere dall'emissione di azioni a voto multiplo, è necessario, in via preliminare, sciogliere le problematiche che possono sussistere con riferimento al computo delle azioni a voto plurimo ai fini della determinazione dei quozienti assembleari.

### 4. *Azioni a voto plurimo e modalità di calcolo dei quorum*

Il *quorum*, o quoziente, esprime, in via generale, il rapporto fra due entità numeriche, poste l'una al denominatore e l'altra al numeratore, il cui ammontare minimo è stabilito dalla legge e dallo statuto<sup>406</sup>.

---

<sup>405</sup> Come è stato autorevolmente notato, solo la compresenza dei due fattori (adozione delle clausole statutarie che disciplinano i diritti diversi ed emissione delle azioni o previsione della loro emissione) può dare luogo alla "creazione" della categoria azionaria; mentre la previsione statutaria di una particolare categoria di azioni senza la loro emissione e senza che vi siano eventi che possono comportarne l'emissione non avrebbe alcuna valenza precettiva, limitandosi a riportare l'ipotesi prevista dalla legge, cfr. M. NOTARI, *Art. 2348 cit.*, 171.

<sup>406</sup> Cfr. in generale sulla nozione di *quorum* F. TASSINARI, *I quorum costitutivi cit.*, 178; C. A. BUSI, *Assemblea e decisioni dei soci nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata*, Padova, 2008, 800.

Per quanto riguarda il valore da assegnare al denominatore, esso è talvolta individuato dal legislatore nel “capitale sociale” (così, per esempio, nell’art. 2368, comma 1, c.c. ove si dispone che “l’assemblea ordinaria è regolarmente costituita quando è rappresentata almeno la metà del *capitale sociale*”) e altre volte dal “capitale (sociale) rappresentato in assemblea” (come avviene nell’ipotesi di cui all’art. 2369, comma 3, c.c., in cui si stabilisce che “[...] l’assemblea straordinaria [...] delibera con il voto favorevole di almeno i due terzi del *capitale rappresentato in assemblea*).

Il calcolo dei *quorum* consiste, così, nella concreta determinazione del numero di azioni o di voti favorevoli necessario per la costituzione dell’assemblea (*quorum* costitutivo) o per l’assunzione delle deliberazioni (*quorum* deliberativo).

Si noti che, mentre la nozione di “capitale sociale” è utilizzata per l’individuazione del denominatore sia con riferimento ai quozienti costitutivi che deliberativi, quella di “capitale rappresentato” è impiegata ai soli fini del calcolo dei *quorum* deliberativi<sup>407</sup>.

Se non paiono esserci problemi circa la nozione da attribuire al “capitale sociale” nell’ipotesi *standard* in cui ogni azione dia il diritto ad un voto, la quale coincide con il numero complessivo delle azioni emesse al momento dell’adunanza assembleare, la situazione è più complessa nel caso vi siano azioni con voto quantitativamente diverso.

La prima norma da tenere in considerazione, dettata per l’assemblea ordinaria in prima convocazione, ma pacificamente ritenuta applicabile a tutti i casi di *quorum* costitutivi, è rappresentata dall’art. 2368, comma 1, c.c., in cui si prescrive che: “l’assemblea ordinaria è regolarmente costituita quando è rappresentata almeno la

---

<sup>407</sup> Il “capitale sociale” è utilizzato quale denominatore del i) quoziente costitutivo dell’assemblea ordinaria in prima convocazione, ai sensi dell’art. 2368, comma 1, c.c., nonché dell’assemblea straordinaria, ex art. 2368, comma 2, c.c. con riferimento alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio; e del ii) *quorum* deliberativo dell’assemblea straordinaria in prima convocazione, come previsto dall’art. 2368, comma 2, c.c. Il “capitale rappresentato”, invece, è impiegato come base della frazione nel *quorum* deliberativo dell’assemblea ordinaria sia in prima che in seconda convocazione, ai sensi degli artt. 2368, comma 1, e 2369, comma 3, c.c., nonché dell’assemblea straordinaria in seconda convocazione ex art. 2369, comma 3, c.c.

metà del capitale sociale, escluse dal computo le azioni prive di voto nell'assemblea medesima"<sup>408</sup>. Si precisa subito che per "azioni prive di voto" devono intendersi le sole azioni istituzionalmente (ossia per previsione legale o statutaria) sprovviste del diritto di voto nell'assemblea di cui trattasi (essendo ciò confermato dalla stessa lettera della norma che fa esplicito riferimento all'*assemblea medesima*, nonché dal successivo comma 3 del medesimo articolo), non ricomprendendosi, così, in questa definizione le azioni che, pur incorporando il diritto, non possono esercitarlo<sup>409</sup>.

Ciò si traduce nella constatazione che quando il denominatore della frazione è rappresentato dal "capitale sociale", il legislatore mostra di non dare rilevanza al numero totale delle azioni emesse, bensì alle sole azioni con diritto di voto nella specifica adunanza.

Considerato che tale precetto è stato dettato con riferimento alla fattispecie tipica, e inizialmente unica, di azioni con voto quantitativamente diverso, risulta coerente estenderla alle altre ipotesi di voti sovra/sottoporzionali rispetto alla partecipazione sociale attualmente ammesse.

Una prima conferma si ritrova, infatti, nell'art. 2538, comma 5, c.c. che, disciplinando le modalità di calcolo dei *quorum* nelle società cooperative stabilisce che: "le maggioranze richieste per la costituzione delle assemblee e per la validità delle

---

<sup>408</sup> Cfr. in questo senso F. TASSINARI, *I quorum costitutivi cit.*, 185; ID., *Artt. 2368-2369 cit.*, 608; F. LAURINI, *Artt. 2368-2369 cit.*, 86; C. A. BUSI, *op.cit.*, 829.

<sup>409</sup> In questo senso G. GRIPPO – C. BOLOGNESI, *L'assemblea nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Torino, 2011, 16\*\*\*, 73; F. TASSINARI, *I quorum costitutivi cit.*, 185; ID., *Artt. 2368-2369 cit.*, 609; F. LAURINI, *Artt. 2368-2369 cit.*, 90; C. MONTAGNANI, *Artt. 2368-2369 cit.*, 488; F. PASQUARIELLO, *Artt. 2368-2369*, in *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 aggiornato al D. lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, Padova, 2005, I, 471; C. A. BUSI, *op. cit.*, 830; cfr. in giurisprudenza Trib. Milano, 27 maggio 2003, in *Foro pad.*, 2003, I, 374, in cui si precisa che "le azioni di risparmio prive del diritto di voto sono "naturalmente" ininfluenti ai fini del calcolo dei "quorum" assembleari costitutivi e deliberativi, a differenza delle azioni di per sé dotate di tale diritto, ma escluse dal voto solo per tale specifica assemblea"; sui diritti amministrativi delle azioni di risparmio cfr. recentemente Trib. Roma, 7 luglio 2011, n. 14708, in *Giur. comm.*, 2013, II, 274, con nota di A. CAPIZZI, *Conversione obbligatoria di azioni di risparmio in ordinarie, parità di trattamento, alienazione di azioni di s.p.a. ante causam e perdurante titolarità del diritto al risarcimento ex art. 23773 c.c.*

deliberazioni sono determinate dall'atto costitutivo e sono calcolate secondo il numero dei voti spettanti ai soci".

Un secondo elemento a supporto della tesi proposta è fornito dalla disposizione di cui all'art. 127-*quinquies*, comma 8, TUF, dettata dal legislatore in un particolare caso di azioni a voto quantitativamente diverso, e precisamente con riferimento alla maggiorazione del voto nelle società quotate, secondo cui: "se lo statuto non dispone diversamente, la maggiorazione del diritto di voto si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale".

Si dovrebbe ritenere che la medesima interpretazione possa estendersi anche ai casi in cui il denominatore della frazione sia rappresentato dal "capitale rappresentato"; diversamente argomentando, e non calcolando il *peso specifico* delle azioni, si introdurrebbe una limitazione del potenziamento del voto spettante alle azioni a voto plurimo, ovvero, un incremento della rilevanza delle azioni a voto quantitativamente limitato<sup>410</sup>.

Non pare, quindi, erroneo ritenere che, nella determinazione del divisore dei quozienti assembleari – indipendentemente dal fatto che questo sia costituito dal "capitale sociale" ovvero dal "capitale rappresentato" – debbano essere computati i voti spettanti alle azioni, anziché il loro numero totale<sup>411</sup>. Da ciò ne deriva che, in presenza

---

<sup>410</sup> Soluzione, peraltro, ammissibile qualora sia voluta dall'autonomia delle parti, occorrendo, a tal fine, una specifica clausola statutaria che disciplini espressamente il mancato computo della diminuzione del voto o del suo incremento ai fini del calcolo dei *quorum* costitutivi e/o deliberativi. Va, inoltre, sottolineato che il risultato finale di una siffatta clausola non potrebbe comunque portare a una diminuzione dei *quorum* minimi stabiliti ex legge (situazione che si potrebbe verificare, a titolo esemplificativo, qualora essa fosse riferita alle ipotesi di voto contingentato o scaglionato).

<sup>411</sup> Questa soluzione del resto è largamente condivisa dai primi commentatori con riferimento al computo delle azioni a voto plurimo nel calcolo dei *quorum*, cfr. P. MARCHETTI, *Commento all'art. 20 cit.*, 8, il quale sottolinea come il testo del nuovo comma 2 dell'art. 120 TUF sia un ulteriore indice a conferma della rilevanza del voto aggiuntivo anche ai fini dei *quorum* costitutivi e deliberativi; M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, 940; B. MASSELLA DUCCI TERI, *op. cit.*, 469; M. NOTARI, *Il computo delle azioni proprie ai fini del calcolo dei quorum assembleari*, in AA. VV., *Studi in onore di Giorgio de Nova*, Milano, 2015, III, 2240 (nt. 2), 2242 (nt. 6); CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Azioni a voto "diverso" e quorum assembleari (artt. 2351, 2357-ter, comma 2, 2368, 2369 c.c., 120, 127-quinquies, 127-sexies t.u.f.)*. *Massima n. 144*, 19 maggio



di azioni a voto sovra/sottoproporzionale, qualora il divisore del quoziente sia rappresentato dal "capitale sociale", si dovrà fare riferimento al numero complessivo dei voti spettanti alle azioni emesse al momento dell'adunanza assembleare, mentre, nel caso in cui il denominatore della frazione sia dato dal "capitale rappresentato", avrà rilievo il numero totale dei voti spettanti alle azioni intervenute.

Occorre, infine, precisare, in accordo con la ricostruzione prospettata, che i voti plurimi non saranno computati nella determinazione della base della frazione, qualora *i*) siano previsti (solo) per particolari argomenti non all'ordine del giorno, ovvero *ii*) siano sottoposti a una condizione sospensiva non ancora verificata.

Dopo aver chiarito la rilevanza dei voti plurimi (e, in generale, dei voti quantitativamente diversi) ai fini del calcolo dei *quorum* assembleari, si esaminerà ora come le azioni a voto potenziato possano essere, concretamente, introdotte nella società per azioni non quotata e quali siano le tutele (eventualmente) previste per i soci a cui non siano state assegnate.

##### 5. *La creazione delle azioni a voto plurimo in particolare*

Come già accennato, la creazione delle azioni a voto plurimo può avvenire nell'ambito, e per effetto, di una molteplicità di atti sociali, quali la costituzione della società, l'aumento del capitale sociale a pagamento con o senza diritto di opzione, l'aumento di capitale gratuito, la conversione obbligatoria o facoltativa di azioni già emesse, la trasformazione, la fusione o la scissione della società.

---

2015, consultabile al link <http://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/144.aspx>; in senso parzialmente difforme P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo cit.*, 11, ove l'autore, con riferimento al calcolo del *quorum* costitutivo, afferma che "(a) il silenzio legislativo (significativo se raffrontato a quanto previsto per le azioni a voto maggiorato), (b) la maggiore incisività sul sistema dei poteri di voto plurimo rispetto al voto maggiorato, nonché (c) l'esigenza, sottolineata da un'attenta dottrina nel quadro di uno studio molto elaborato, di puntare su una disciplina dell'istituto meglio calibrata nella direzione di assicurare un riequilibrio dei rapporti di potere fra i soci inducono complessivamente a preferire la soluzione che ritiene ininfluenza il voto plurimo per il calcolo dei *quorum* costitutivi".

Nell'ipotesi in cui all'emissione delle azioni a voto multiplo si faccia luogo nella fase di costituzione della società non paiono presentarsi particolari problemi, in quanto tutti i soci esprimeranno *ab origine* il loro consenso a che solo alcuni di essi siano titolari di azioni a voto potenziato<sup>412</sup>.

Più complesso appare, invece, il caso in cui le azioni a voto plurimo vengano introdotte *durante societate*, mediante una modifica dello statuto.

Occorre, innanzitutto, premettere che, con riferimento a siffatte modifiche, il d. l. 24 giugno 2014, n. 91, poi convertito con modificazioni dalla legge 11 agosto 2014, n. 116, ha dettato una norma transitoria, inserita nell'art. 212 delle disposizioni di attuazione del codice civile, ove si stabilisce che: "le deliberazioni di modifica dello statuto di società iscritte nel registro delle imprese alla data del 31 agosto 2014 con cui è prevista la creazione di azioni a voto plurimo ai sensi dell'articolo 2351 del codice civile sono prese, anche in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea".

Alcuni fra i primi commentatori hanno sottolineato come tale norma si prestasse a tutelare le minoranze<sup>413</sup>; tuttavia, a un più attento esame, un siffatto assunto non appare (pienamente) condivisibile.

Considerato, infatti, che per l'assemblea straordinaria in prima convocazione il *quorum* costitutivo e deliberativo, ai sensi dell'art. 2368, comma 2, c.c., è di più della

---

<sup>412</sup> Si ricordi nuovamente che, in astratto, potrebbero emettersi solo azioni a voto plurimo, tutte dotate degli stessi diritti, ovvero quantitativamente o qualitativamente differenziate.

È stato sottolineato che, allo stesso modo, in fase di costituzione della società, non ci sarebbero particolari criticità nell'introduzione nello statuto di una clausola che preveda il futuro utilizzo di azioni a voto plurimo e che programmi, per una fase successiva, l'aumento di capitale, delegandolo all'organo amministrativo ai sensi dell'art. 2443 c.c.; in questo contesto, al momento di attuazione della delega, non dovrebbe essere riconosciuto alcun diritto di recesso ai soci che (in sede evidentemente extra assembleare) esprimano un'opinione di dissenso rispetto alla decisione di emissione delle azioni a voto plurimo, dato che essi, sottoscrivendo l'atto costitutivo, hanno a ciò preventivamente acconsentito. Cfr. per questi rilievi A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si "pesano": superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e maggiorato*, in *Società*, 2014, 1053; M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, 937.

<sup>413</sup> Così A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, 1054; M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, 937; B. MASSELLA DUCCHI TERI, *op. cit.*, 469.

metà del capitale sociale e posto che, anche secondo le previsioni transitorie, il *quorum* costitutivo sembrerebbe comunque restare (pur facendosi riferimento nell'art. 212 disp. att. al solo *quorum* deliberativo), la norma può effettivamente essere letta come presidio a favore delle minoranze (solo) nel caso in cui gli intervenuti siano più dei tre quarti (più un'azione) del capitale sociale, mentre sarà agevolativa nell'ipotesi contraria. Si faccia il seguente esempio.

L'assemblea straordinaria della società Alfa s.p.a., il cui capitale sociale è suddiviso in 100.000 azioni ordinarie, è chiamata a pronunciarsi, in prima convocazione, sulla creazione delle azioni a voto plurimo. Ai sensi dell'art. 2368, comma 2, il *quorum* costitutivo, nonché quello deliberativo, è rappresentato da 50.001 azioni; secondo la nuova disposizione di cui all'art. 212 disp. att., e rimanendo fermo il *quorum* costitutivo a 50.001 azioni, il *quorum* deliberativo sarà compreso tra:

- 33.334 azioni (due terzi di 50.001) e 50.001 azioni (due terzi di 75.001) se gli intervenuti non saranno più del 75%+1 azione del capitale sociale;
- 50.002 azioni (due terzi di 75.002) e 66.667 azioni (due terzi di 100.000) se gli intervenuti supereranno il 75% + 1 azione del capitale sociale.

Si analizzeranno, ora, le ipotesi di introduzione delle azioni a voto multiplo mediante modifica statutaria.

## 6. Creazione di azioni a voto plurimo mediante aumento del capitale sociale a pagamento

La creazione delle azioni a voto plurimo mediante l'aumento oneroso del capitale sociale può presentare diverse criticità a seconda del riconoscimento o meno del diritto di opzione, ovvero, dell'eventuale presenza di speciali categorie azionarie preesistenti.

### 6.1. (Segue): ...senza esclusione del diritto di opzione in assenza di differenti categorie azionarie preesistenti

Ove si faccia luogo alla deliberazione di aumento del capitale sociale a pagamento – e non vi siano preesistenti categorie azionarie – da eseguirsi con

emissione di azioni a voto plurimo, nessun problema si potrebbe porre se queste siano offerte proporzionalmente in opzione<sup>414</sup> a tutti gli azionisti, poiché, in tal caso, si manterrebbe inalterato il potere decisionale dei singoli soci, rispettando il principio di parità di trattamento<sup>415</sup>. Secondo una tesi recentemente proposta, a cui non si ritiene di

---

<sup>414</sup> Si noti che per l'esercizio del diritto di opzione, a seguito della modifica introdotta dall'art. 20 d.l. 91/2014, è previsto un termine non inferiore a quindici giorni (in luogo dei trenta originariamente previsti), decorrente dalla pubblicazione dell'offerta, che deve peraltro avere luogo anche sul sito *internet* della società.

<sup>415</sup> Giova osservare che il principio della parità di trattamento è stato inizialmente disciplinato a livello comunitario con la direttiva 77/91/CEE del 13 dicembre 1976, c.d. seconda direttiva societaria, la quale, pur non imponendo agli Stati membri di prevedere esplicitamente un siffatto principio all'interno del proprio ordinamento, disponeva che "per l'applicazione della presente direttiva le legislazioni degli Stati membri salvaguardano la parità di trattamento degli azionisti che si trovino in identiche condizioni". Tuttavia, nonostante tale previsione comunitaria, l'Italia non aveva recepito il predetto principio in una norma interna. Ciò sembrava rispondere ad un'esplicita scelta di politica legislativa: infatti, secondo il prevalente e quasi unanime orientamento dottrinario e giurisprudenziale, un siffatto concetto era già implicito ed insito nell'ordinamento societario, non necessitandosi, così, un'esplicita statuizione al riguardo. Cfr. *ex multis*, T. ASCARELLI, *Sui poteri della maggioranza cit.*, 177; A. BERTINI, *Contributo allo studio delle situazioni giuridiche degli azionisti*, Milano, 1951, 71; L. MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni della assemblea della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 499; G. OPPO, *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 645; A. CERRAI – A. MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 1993, 77. Si rinvia altresì a G. D'ATTORE, *Il principio di uguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, 2007, 19 e ss., ove ampia bibliografia; in giurisprudenza cfr. Trib. Roma, 7 marzo 1958, in *Giur. it.*, 1958, I, 2; App. Roma, 9 luglio 1959, in *Dir. fall.*, 1959, II, 630; App. Milano, 21 novembre 1961, in *Giur. it.*, 1962, I, 2; Cass., 7 aprile 1972, n. 1032, in *Foro it.*, 1972, I, 1566; Trib. Milano, 18 gennaio 1999, in *Giur. it.*, 1999, 2112; Cass., 23 marzo 2004, n. 5724 e Cass., 2 aprile 2004, n. 6510, in *Società*, 2004, 1239. Ci si interrogava solo su quali fossero le fondamenta del principio sopra citato, senza che fosse posta in dubbio l'esistenza dello stesso. Così, secondo un primo orientamento di dottrina (cfr. per tutti D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, Torino, 1993, 3\*\*, 36 e ss.), che poi sembra esser quello che meglio ed in maniera più compiuta ha ricostruito la fattispecie in oggetto, la presenza del principio di parità di trattamento poteva essere rintracciata, e trovava le proprie fondamenta, nell'art. 2348 c.c.; laddove, infatti, si prevedeva che le azioni conferiscono ai loro possessori uguali diritti, si sanciva l'indubbia esistenza di un'uguaglianza "relativa ed oggettiva" degli azionisti stessi. Per cui la parità di trattamento si sostanzierebbe da un lato in un diritto alla "proporzionalità", corrispondendosi allo stesso numero di azioni e alla stessa categoria di azioni necessariamente uguali diritti, e, dall'altro, in un diritto all'"impersonalità", secondo cui determinate azioni possedute da alcuni soci non potrebbero assicurare diritti diversi da quelli riconosciuti allo stesso numero e categoria di azioni possedute da altri soci. Altra parte della dottrina (cfr. C. ANGELICI, *Parità di trattamento tra gli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 3 e 6; F. D'ALESSANDRO, *La seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Scritti di Floriano d'Alessandro*, 1997, I, 549; V. BUONOCORE, *Principio di uguaglianza e diritto commerciale*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 557), partendo dalla ricostruzione teorica delle fondamenta del principio di parità di trattamento sopra esposta, ha avuto cura di precisare e completare la medesima tesi evidenziando che, se vero è che l'art. 2348 c.c. riconosce e sancisce la parità di trattamento, tuttavia tale parità dovrebbe essere riconosciuta e garantita non già

in astratto e in assoluto, quindi sulla base della semplice titolarità delle azioni, ma in concreto con riferimento alla situazione e posizione effettiva del singolo socio, tenendo conto anche del rapporto dialettico con l'interesse sociale: in ragione di ciò, l'interesse del singolo, e, quindi, la parità di trattamento potrebbero essere sacrificati, in favore dell'interesse della compagine sociale, come ad esempio accade nel caso della disciplina del richiamo dei decimi da parte degli amministratori di alcuni soltanto dei soci, ovvero nel caso di acquisto di azioni proprie da parte della società che operi acquistando le stesse solo da alcuni soci. Oltre all'art. 2348 c.c., si è fatto appello ad ulteriori fondamenti positivi del principio in oggetto, quali l'art. 2373 c.c. (così M. CASSOTTANA, *L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, Milano, 1991, 109), ovvero l'art. 2376 c.c. (in questo senso A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, 204 ss.), o ancora l'art. 1372 c.c. In particolare, secondo tale ultima ricostruzione il principio di parità di trattamento costituirebbe una regola generale dei rapporti corporativi endosocietari riconducibili alle norme ed alla disciplina propria dei contratti (cfr. G. OPPO, *Eguaglianza e contratto cit.*, 645). Laddove il fondamento e riconoscimento del principio *de quo* non veniva rintracciato ricorrendo ad una specifica norma di legge, lo stesso veniva comunque desunto facendo appello ai principi generali dell'ordinamento societario (cfr. P. RESCIGNO, *Il principio di uguaglianza in diritto privato*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1959, 351). Alla luce delle su esposte ricostruzioni e considerazioni, pertanto, si riteneva che il suddetto principio avrebbe comunque trovato applicazione a prescindere da una qualsiasi esplicita previsione di legge. Si evidenzia che tutte le teorie dottrinali sopra esposte, a prescindere da quale ne fosse il fondamento, erano tese a confermare la presenza di un principio di parità di trattamento insito nell'ordinamento societario, ossia un principio di tutela della minoranza della compagine societaria, idoneo e finalizzato ad individuare un limite al potere della maggioranza che non avrebbe potuto disporre degli interessi dei soci in modo non paritetico. Nonostante quanto sopra e nonostante non fosse revocabile in dubbio l'esistenza di un principio di parità di trattamento all'interno dell'ordinamento societario, il legislatore è comunque successivamente intervenuto al fine di prevedere esplicitamente il principio *de quo* in una apposita norma di legge. In particolare, è stato formalizzato esplicitamente nella previsione di cui all'art. 4-ter, legge 7 giugno 1974, n. 216, introdotto in seguito al recepimento in Italia delle Direttive 79/279/CEE, 80/390/CEE, 80/390/CEE e 87/345/CEE, aventi ad oggetto il coordinamento delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'ammissione dei valori mobiliari alla quotazione di una borsa valori. Successivamente, con l'abrogazione della succitata legge del 1974 e l'introduzione del Testo unico della finanza il principio di parità di trattamento è stato riproposto e trasfuso, sebbene solo nel suo nucleo essenziale, nell'art. 92 TUF. Ci si potrebbe allora chiedere perché il legislatore, nonostante l'indubbio riconoscimento dell'esistenza del principio di parità di trattamento come insito nell'ordinamento societario, abbia poi comunque deciso di prevederlo esplicitamente solo con riferimento alle società che fanno appello al pubblico risparmio. Benché qualcuno abbia cercato di trarre da tale previsione la tesi secondo cui, sulla base di un ragionamento *a contrario*, la necessità di prevedere esplicitamente un siffatto principio nell'ambito della disciplina degli emittenti fosse prova dell'inesistenza del medesimo nell'ordinamento societario comune (cfr. M. MONTANARI, *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 907; M. STELLA RICHTER JR., *"Trasferimento del controllo" e rapporti fra soci*, Milano, 2000, 80), la dottrina maggioritaria ha trovato la risposta a tale domanda nella differente portata e finalità che il principio di parità di trattamento ha nell'ordinamento societario comune e in quello degli emittenti (cfr. *ex multis*, M. VENTORUZZO, *Art. 92*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario* a cura di P. MARCHETTI – L. A. BIANCHI, I, Milano 1999, 11; M. ROSSI, *Art. 92*, in *Codice commentato delle società* a cura di N. ABRIANI – M. STELLA RICHTER, Torino, 2010, 3065; A. RUSSO, *Art. 92*, in *Il testo unico della finanza* a cura di M. FRATINI – G. GASPARRI, Torino, 2012; P. ABBADESSA, *Nuove regole in tema di procedimento assembleare e tutela delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 2004, 199; P. MASI, *Art. 92*, in *Testo unico della finanza (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58). Commentario* a cura di G. F. CAMPOBASSO, Torino, 2002, 754; A. SERRA, *Il regime speciale delle società*

dover aderire per le ragioni che verranno esplicitate meglio *infra* al paragrafo successivo, opererebbe il diritto di recesso, ex art. 2437, comma 1, lett. g), c.c. in ogni caso di introduzione delle azioni a voto plurimo *ex novo*, trattandosi di una modifica delle regole statutarie sul diritto di voto<sup>416</sup>.

Se *prima facie* potrebbe non apparire facilmente individuabile l'incentivo e l'interesse per l'effettuazione di una siffatta operazione, giacché, se tutti i soci esercitassero l'opzione, l'entità della propria partecipazione e del loro potere di voto resterebbe immutata, d'altra parte, potrebbe potenzialmente verificarsi il rischio di un effetto diluitivo della partecipazione dei soci minoritari dalla previsione di sovrapprezzi particolarmente elevati, giustificati proprio dal voto plurimo incorporato nei titoli; problematica sottesa, tuttavia, in astratto ad ogni operazione di aumento di capitale.

---

*quotate*, in *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti* a cura di P. ABBADESSA – A. ROJO, Milano, 1993, 585 ss.). In particolare, fin dalla sua introduzione esplicita è stata evidenziata la portata ben più ampia del principio di parità di trattamento disciplinato in relazione alle società che fanno appello al pubblico risparmio, rilevando come lo stesso rispondesse solo in parte alle finalità proprie perseguite dal medesimo principio con riferimento all'ordinamento societario comune. Per cui, si è rilevato che, sebbene in alcune ipotesi sia possibile che la tutela offerta dal principio della parità di trattamento nell'ambito delle società quotate possa coincidere con la tutela che si otterrebbe nell'ordinamento societario comune, i due principi dovrebbero comunque essere considerati concettualmente separati e diversi, soprattutto in considerazione del fatto che il concreto ambito di applicazione del principio *de quo* è ben più esteso ed incisivo con riferimento agli emittenti, rispetto all'ordinamento societario di diritto comune. Così la maggior ampiezza del principio di parità di trattamento sarebbe riscontrabile con riferimento alle finalità di tutela perseguite dallo stesso. Nello specifico, mentre il principio di cui si discute, all'interno dell'ordinamento societario di diritto comune, è teso a garantire e disciplinare i rapporti endosocietari, e quindi influenzerebbe ed avrebbe ripercussioni su quelli che sono i soli profili interni all'organizzazione sociale, nel caso del principio di parità di trattamento di cui all'art. 92 TUF, e più in generale di siffatto principio nell'ambito dell'ordinamento speciale delle società che fanno appello al pubblico risparmio, questo opererebbe al di là della mera organizzazione societaria avendo ripercussioni sull'intero mercato finanziario (cfr. M. VENTORUZZO, *op. ult. cit.*, 12; P. ABBADESSA, *op. ult. cit.*, 199; D. GALLETI, *op. ult. cit.*, 148).

<sup>416</sup> Cfr. M. LIBERTINI, 30 novembre 2014, in C. ANGELICI – M. LIBERTINI, *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, 27.

6.2. (Segue): ...senza esclusione del diritto di opzione in presenza di differenti categorie azionarie preesistenti

Premettendo che non è possibile riscontrare un vincolo, a carico della società, di emissione di azioni della stessa categoria di quelle già esistenti<sup>417</sup>, nel caso in cui, in presenza di più categorie azionarie, venissero offerte in opzione azioni di categoria diversa rispetto a quelle di appartenenza, in pregiudizio ad (almeno) una di esse, si renderebbe necessaria l'approvazione dell'assemblea speciale, di cui all'art. 2376 c.c.

È necessario, quindi, definire, in via preliminare il concetto di "pregiudizio".

Nella ricerca ed individuazione di tale nozione, si distingue, solitamente, fra pregiudizio di diritto e pregiudizio di fatto<sup>418</sup>; l'art. 2376, comma 1, c.c. prevede, infatti, l'approvazione da parte dell'assemblea speciale non per qualsiasi ipotesi di delibera dell'assemblea generale pregiudizievole per le categorie, ma solo per quelle che "pregiudicano i diritti di una di esse". Il problema della distinzione tra "diritti" della categoria e semplici aspettative o posizioni di fatto della categoria stessa risulta, quindi, di particolare importanza ai fini della delimitazione della competenza dell'assemblea speciale. In questo senso, solo il pregiudizio di "diritto" comporterà l'approvazione da parte dell'assemblea di categoria, mentre non vi sarebbe tutela di fronte ad un pregiudizio di fatto, che potrà dare luogo, ove ne ricorrano gli estremi, ad una impugnativa per abuso di potere della delibera dell'assemblea generale<sup>419</sup>.

Riconosciuto che ciò che è rilevante per l'applicazione della norma di cui all'art. 2376 c.c. è solo il pregiudizio ad un diritto, il problema interpretativo maggiore consiste nell'individuare e distinguere, fra i diritti della categoria, i soli ad essere

---

<sup>417</sup> Cfr. P. TRIMARCHI, *L'aumento del capitale sociale*, Milano, 2007, 305; U. BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Torino, 1985, 17, 100.

<sup>418</sup> Cfr. per questa distinzione A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali cit.*, 205 e ss.; C. COSTA, *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, Torino, 1993, 3\*\*, 529; P. GROSSO, *Categorie di azioni ed assemblee speciali. Il diritto italiano nel contesto comunitario*, Milano, 1999, 173 e ss.; L. RESTAINO, *Art. 2376*, in *La riforma delle società*, a cura di M. SANDULLI – V. SANTORO, Torino, 2003, I, 338; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Art. 2376*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, 2004, I, 542, in particolare nt. 12; A. M. LEOZAPPA, *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Milano, 2008, 59.

<sup>419</sup> Cfr. C. COSTA, *Le assemblee cit.*, 530.

tutelati dall'art. 2376 c.c. A tal proposito, si è, tradizionalmente, operata la suddivisione in "pregiudizio diretto" e "pregiudizio indiretto" intendendosi, per il primo, un'alterazione (*in peius*) immediata del contenuto dei diritti speciali statutariamente determinati; mentre, per il secondo, una compressione o limitazione (anche solo mediata) di taluna delle prerogative spettanti ad una o più delle categorie preesistenti, a causa di una determinata operazione societaria<sup>420</sup>.

La tesi che riconosce rilevanza al mero "pregiudizio diretto" si fonda sulla comprensibile preoccupazione di voler lasciare alla società ampia libertà di apportare modifiche alla propria struttura organizzativa al fine di adeguarsi alle nuove esigenze e di facilitare l'apporto di nuovi capitali; e quandanche derivasse una postergazione nei diritti degli attuali azionisti, questa sarebbe l'effetto di un atto che è nel potere della società e che gli azionisti hanno già accettato, nelle sue conseguenze, con la partecipazione alla società<sup>421</sup>.

Secondo un diverso orientamento, invece, a cui si ritiene di dover aderire, una speciale categoria di azioni avrebbe diritto al mantenimento del rapporto giuridico esistente con le altre categorie, il c.d. diritto al "rango", potendo essere questo ricompreso nei "diritti" di categoria in senso stretto e derivante da una posizione giuridica a carattere stabile, di fonte legale o statutaria<sup>422</sup>.

---

<sup>420</sup> Cfr. A. MIGNOLI, *op. cit.*, 220; C. COSTA, *op. cit.*, 535; P. GROSSO, *op. cit.*, 177 e ss.; A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. ult. cit.*, 542; R. COSTI, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, I, 563; secondo P. GROSSO, *op. cit.*, 179, la suddivisione in diretto e indiretto non attiene al tipo di pregiudizio, bensì al modo con il quale si produce.

<sup>421</sup> G. FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, fondato da F. Vassalli, Torino, 1987, X, 475; R. COSTI, *op. ult. cit.*, 566; P. GROSSO, *op. cit.*, 183.

<sup>422</sup> In questo senso A. MIGNOLI, *op. ult. cit.*, 209; dello stesso avviso G. B. PORTALE, "Uguaglianza e contratto": il caso dell'aumento del capitale sociale in presenza di più categorie di azioni, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, 711; C. COSTA, *op. ult. cit.*, 531; F. D'ALESSANDRO, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, I, 577; cfr. sul punto anche M. NOTARI, *Art. 2348 cit.*, 173, ove si ritiene che "il possibile pregiudizio non va circoscritto alle modalità con cui si dispone la creazione della nuova categoria (ad esempio mediante la conversione di una sola categoria preesistente, e non di tutte), bensì riguarda anche (e più propriamente) l'assetto dei diritti spettante alle diverse categorie azionarie una volta creata la nuova categoria; il pregiudizio potrebbe pertanto consistere nella compressione o limitazione (anche solo indiretta) di taluno dei diritti spettanti ad una o più categorie preesistenti". Parte



Accogliendo una tale impostazione, si dovrebbe concludere che, anche qualora operi il diritto di opzione in misura proporzionale, in presenza di un (potenziale) pregiudizio ai diritti di una preesistente categoria, dovrà necessariamente richiedersi l'approvazione dell'assemblea speciale, di cui all'art. 2376, comma 1, c.c., ai fini della creazione di una nuova categoria di azioni a voto plurimo.

Il collegamento tra lo strumento dell'assemblea speciale e i poteri di modifica dell'organizzazione societaria evidenzia, immediatamente, la contiguità tra l'istituto in esame e quello del recesso, di cui all'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c.

In ambedue le ipotesi, il legislatore individua uno strumento di tutela delle minoranze a fronte di modificazioni della struttura sociale che possano incidere sulla propria posizione societaria. Diversa è, tuttavia, la natura delle due fattispecie. In un caso, viene tutelata una particolare categoria azionaria attraverso una procedimentalizzazione del processo decisorio che impone l'approvazione della modifica da parte dell'assemblea speciale, senza attribuire al socio assente o dissenziente alcuno strumento individuale di tutela; nel secondo caso, il legislatore attribuisce al socio assente o dissenziente rispetto a determinate modifiche organizzative il potere di disinvestire e di uscire, in tutto o in parte, dalla società.

Il riferimento alle modifiche dei diritti di voto e di partecipazione, di cui all'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c. necessita di un coordinamento con la norma, già esaminata, di cui all'art. 2376 c.c.

Giova subito, sottolineare, che il campo di operatività delle due disposizioni non è (perfettamente) coincidente; mentre l'art. 2376 c.c. prescrive l'approvazione dell'assemblea di categoria nei soli casi di "pregiudizio", l'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c. attribuisce il diritto di recesso in tutti i casi di "modifica" dei diritti di voto o di partecipazione. Tra le nozioni di modificazione e pregiudizio non vi è un rapporto di

---

della giurisprudenza ha, peraltro, escluso la sussistenza di un diritto al "rango", cfr. Trib. Milano, 8 luglio 2004, in *Giur. it.*, 2005, 307.

equivalenza, quanto un rapporto di genere e specie<sup>423</sup>. Il pregiudizio individua una particolare modifica dei diritti (*in peius*), ma non ne esaurisce la nozione<sup>424</sup>.

Resta aperto il problema dell'interpretazione della nozione di "modifica".

Anche ai fini dell'identificazione del concetto *de quo* si ripresenta la stessa suddivisione esemplificata con riferimento al pregiudizio di diritto; si ha modifica diretta quando sono alterati i diritti incorporati nelle azioni, mentre vi è modifica indiretta<sup>425</sup> nel caso in cui, attraverso una deliberazione con oggetto diverso, si incida, comunque, sui diritti in questione.

Qualora si accogliesse una interpretazione ampia di modifica, tale da ricomprendere al suo interno anche la modifica indiretta, si giungerebbe alla conclusione, per certi versi paradossale, per cui una qualsiasi variazione dello statuto può inevitabilmente determinare una modificazione della posizione dei soci. Si tratterebbe di una soluzione dirompente per gli equilibri dell'ordinamento societario, che, nel caso di pluralità di categorie di azioni, esporrebbe ogni modifica statutaria, riguardante il voto (o la partecipazione), al rischio di recesso anche dei soci di ogni altra categoria. Più ragionevole appare, pertanto, ritenere che il diritto di recesso sia circoscritto al solo caso di modifica diretta dei diritti di voto o di partecipazione della categoria, non ritenendosi ammissibile, quindi, la sussistenza dell'istituto *de quo* nel caso di creazione di una nuova categoria di azioni a voto plurimo, secondo le modalità sopra descritte<sup>426</sup>.

---

<sup>423</sup> In questo senso recentemente M. VENTORUZZO, *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1070.

<sup>424</sup> È stato così sottolineato che "curiosamente" anche una modifica *in melius* potrebbe attivare il diritto di recesso, come, a titolo esemplificativo un maggior riparto percentuale degli utili; in questo senso D. GALLETTI, *Art. 2437, in Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 aggiornato al D. lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, Padova, 2005, II, 1510.

<sup>425</sup> M. VENTORUZZO, *op. cit.*, 1060, definisce modifica indiretta, invece, l'alterazione dei diritti incorporati in una categoria che abbia effetti sulla posizione di altre categorie di azioni, precisandosi che dal punto di vista degli azionisti le cui regole sono cambiate si tratterà di una variazione diretta, mentre per gli azionisti titolari di categorie diverse si tratterà di modifiche indirette.

<sup>426</sup> Con particolare riferimento alla creazione di una categoria di azioni a voto plurimo, ritengono rilevante la sola modifica diretta, ai fini del recesso, P. MARCHETTI, *Commento all'art. 20 cit.*, 10;

6.3. (Segue): ...con esclusione del diritto di opzione in presenza o assenza di differenti categorie azionarie preesistenti

L'emissione di azioni a voto plurimo potrà essere fatta anche mediante aumento oneroso di capitale con esclusione o limitazione (proporzionale) del diritto di opzione degli attuali soci, ai sensi dell'art. 2441, commi 4, 5 e 7, c.c.; in questo caso, non paiono esserci particolari problemi, posto che l'interesse dei soci sarà sacrificato, in ugual misura, al ricorrere di particolari condizioni predeterminate dal legislatore.

Un profilo problematico potrebbe presentarsi nel caso in cui la maggioranza escluda il diritto di opzione solo di alcuni soci o di una particolare categoria azionaria.

In tal caso, la tutela offerta agli azionisti estromessi dovrebbe essere rappresentata dall'art. 2377, comma 2, c.c., ovvero, laddove non vengano raggiunte le percentuali richieste dal comma 3 del medesimo articolo, si potrebbe, comunque agire per il risarcimento del danno, ai sensi dell'art. 2377, comma 4, c.c.

## 7. Creazione di azioni a voto plurimo mediante aumento gratuito del capitale

La possibilità di creare una nuova categoria azionaria in sede di aumento gratuito è espressamente prevista dall'art. 2349, comma 1, c.c., nei casi di assegnazione di azioni ai prestatori di lavoro dipendenti, mediante l'imputazione di utili a capitale e la conseguente emissione delle nuove azioni fornite di diritti diversi. Tale ipotesi deve ritenersi derogatoria rispetto alle regole sancite, in via generale, per le operazioni di aumento gratuito del capitale sociale dall'art. 2442 c.c., nel senso che, da un lato, si consente a che i titoli azionari di nuova emissione non siano assegnati ai soci, bensì a terzi, e, dall'altro, si dispone che questi possono non avere le medesime caratteristiche di quelli già in circolazione. Ad eccezione del caso appena prospettato, ai fini della creazione di una categoria azionaria con voti plurimi, tramite l'aumento di capitale

---

M. VENTORUZZO, *op. ult. cit.*, 1068; *contra* C. F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato cit.*, 804; M. LIBERTINI, *op. ult. cit.*, 32.

gratuito, sarà necessario, pertanto, il consenso unanime di tutti i soci, per derogare alle disposizioni di cui all'art. 2442 c.c.<sup>427</sup>

8. *Creazione di azioni a voto plurimo mediante conversione obbligatoria o facoltativa di tutte o alcune delle azioni*

Non presenta particolari criticità l'ipotesi in cui si deliberi, a maggioranza, la conversione facoltativa di tutte o parte delle azioni in circolazione, in misura proporzionale, in azioni a voto plurimo. Secondo alcuni, nondimeno, potrebbe prospettarsi il diritto di recesso ex art. 2437, comma 1, lett. g) anche nel caso di variazione migliorativa, qualora siano direttamente modificati i diritti di voto incorporati in una categoria<sup>428</sup>.

Il vero problema si pone in relazione alla possibilità che i soci di maggioranza, quando vi siano solo azioni ordinarie, votino la conversione (solo) delle loro azioni in azioni a voto plurimo. Non vi sarebbero, in tal caso, i presupposti per il diniego dell'operazione da parte dell'assemblea di categoria, non essendovi una categoria speciale rispetto alle altre, e, accogliendo l'interpretazione sopra proposta, non opererebbe neanche il diritto di recesso, non trattandosi di modifica diretta.

La tutela a disposizione delle minoranze sarebbe, allora, rappresentata dall'art. 2377, comma 2, c.c.

---

<sup>427</sup> Cfr. M. CERA, *Il passaggio di riserve a capitale*, Milano, 1988, 197.

<sup>428</sup> Cfr. D. GALLETI, *op. ult. cit.*, 1510.

## BIBLIOGRAFIA

- AA. VV., *Business Law*, a cura di J. COX, Oxford, 2015.
- AA. VV., *Droit des sociétés commerciales*, a cura di M. COIPEL, Waterloo, 2012.
- AA. VV., *Droit des sociétés – Millésime 2011*, diretto da Y. De Cordt – A. P. André Dumont, Bruxelles, 2011.
- AA. VV., *Le privatizzazioni in Italia. Saggi, leggi e documenti*, a cura di P. MARCHETTI, Milano, 1995.
- AA. VV., *Société anonyme*, diretto da Y. De Cordt, Bruxelles, 2014.
- AA. VV., *The Control of Corporate Europe*, a cura di F. BARCA – M. BECHT, Oxford, 2003.
- ABBADESSA P., *Nuove regole in tema di procedimento assembleare e tutela delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 2004, 199.
- ABRIANI N., *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, 131.
- ABRIANI N., *Art. 2351, 1°-4° comma, ne Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da G. Cottino – G. Bonfante – O. Cagnasso – P. Montalenti, Bologna, 2004, I, 310.
- ABRIANI N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giustiziacivile.com*, 2014, 4.
- ACEMOGLU D. – JOHNSON S., *Unbundling Institutions*, in *J. Pol. Econ.*, 2005, 949.
- ADAM A. M. – TWENEBOAH G., *Foreign Direct Investment and Stock Market Development: Ghana's Evidence*, in *Intern. Res. J. Fin. Econ.*, 2009, 178.
- ADAMS R. – FERREIRA D., *One Share, One Vote: The Empirical Evidence*, in *Rev. Fin.*, 2007, 51.
- ADAROV A. – TCHAIKIDZE R., *Development of Financial Markets in Central Europe: the Case of the CE4 Countries*, 2011 consultabile su <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11101.pdf>.
- ADMATI A. – PFEIDERER P. – ZECHNER J., *Large Shareholder Activism, Risk Sharing, and Financial Market Equilibrium*, in *J. Pol. Econ.*, 1994, 1097.

- ADUDA J. – MWELU MASILA J. – NYAKUNDI ONSONGO E., *The Determinants of Stock Market Development: The Case for the Nairobi Stock Exchange*, in *Intern. J. Hum. Soc. Sci.*, 2012.
- AGHION P. – HOWITT P., *Endogenous Economic Growth Theory*, Cambridge, 1998.
- ALLAIRE Y., *Dual-Class Shares in Canada: Some Modest Proposals*, novembre 2006, consultabile su <http://ssrn.com/abstract=952043>.
- ALMEIDA H. V. – WOLFENZON D., *A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups*, in *J. Fin.*, 2006, 2637.
- ALVARO S. – CIAVARELLA A. – D'ERAMO D. – LINCiano N., *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, in CONSOB, *Quaderni giuridici*, 2014.
- AMERICAN HISTORICAL ASSOCIATION, *Papers*, New York, 1888, II, 246.
- AMIAUD A., *Les actions à droit de vote inégal*, Parigi, 1922.
- AMO YARTEY C., *The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different?*, 2008, consultabile su <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp0832.pdf>.
- ANDERSEN P. G., *Aktie- og anpartsselskabsret. Kapitalselskaber*<sup>12</sup>, København, 2013.
- ANDERSSON S. – JOHANSSON S. – SKOG R., *Aktiebolagslagen*, Stockholm, 2015.
- ANDREOTTI A., *La legalità dell'emissione di azioni a voto plurimo*, in *La società per azioni*, 1926, 252.
- ANGELICI C., *La partecipazione azionaria nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Torino, 1985, 16\*\*, 281.
- ANGELICI C., *Parità di trattamento tra gli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 3.
- ANGELICI C., *Le azioni*, ne *Il codice civile commentato*, diretto da P. Schlesinger, Milano, 1992.
- ANGELICI C., *Intervento*, in *Riunione plenaria del 30 luglio 2002. Verbale della riunione del 30 luglio 2002, ne La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, a cura di M. VIETTI – F. AULETTA – G. LO CASCIO – U. TOMBARI – A. ZOPPINI, Milano, 2006.
- ANGELICI C., *Note minime su "La libertà contrattuale e i rapporti societari"*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 404.

- ANGELICI C., *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. Cicu – F. Messineo – L. Mengoni, continuato da P. Schlesinger, Milano, 2012.
- ANGELICI C. – LIBERTINI M., *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, 1.
- ANGELILLIS A. – VITALI M. L., *Art. 2351*, in *Azioni*, a cura di M. NOTARI, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2008, 371.
- ANTONELLI E., *Les actions à voix multiples dans les sociétés anonymes en Allemagne et en France*, in *Rev. soc.*, 1922, 85.
- ΑΝΤΩΝΟΠΟΥΛΟΣ Β. Γ., *Ανώνυμες εταιρίες*, Αθήνα, 2013.
- ARON A., *Die Kapitalveränderungen deutscher Aktiengesellschaften nach dem Kriege*, Berlino, 1927.
- ARCANGELI A. - ASCARELLI T., *Il regime delle società per azioni con particolare riguardo al voto plurimo e alla protezione delle minoranze*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, I, 159.
- ASCARELLI T., *Le società a responsabilità limitata e la loro introduzione in Italia*, in *Riv. dir. comm.*, 1924, I, 419.
- ASCARELLI T., *Sul voto plurimo nelle società per azioni*, in *Arch. giur.*, 1925, 131.
- ASCARELLI T., *Confusione del patrimonio della società e del socio; società con una società anonima, e società anonima simulata*, in *Foro it.*, 1931, I, 927.
- ASCARELLI T., *Sui poteri della maggioranza e su alcuni loro limiti*, in *Riv. dir. comm.*, 1950, 169.
- ASCARELLI T., *Principi e problemi delle società anonime*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, 46.
- ASCARELLI T., *Ancora in tema di imprenditore occulto*, in *Riv. soc.*, 1958, 1153.
- ASCARELLI T., *Ancora sul socio sovrano e sulla partecipazione di una società di capitali a una società di persone*, in *Problemi giuridici*, Milano, 1959, II, 472.
- ASQUINI A., *Il diritto commerciale nel sistema della nuova codificazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1941, I, 430.
- ASQUINI A., *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in *Riv. soc.*, 1961, 927.

- ASQUINI A., *Dal codice di commercio del 1865 al libro del lavoro del 1942*, in *Studi per il centenario dell'unificazione legislativa italiana, 1865-1965. Codice civile – Codice di commercio – Codice di procedura civile – Codice della navigazione*, Firenze, 1968, 61.
- ASSOCIAZIONE FRA LE SOCIETÀ ITALIANE PER AZIONI, *Osservazioni e proposte sul progetto di nuovo codice di commercio*, Roma, 1928, I.
- ASSOCIAZIONE FRA LE SOCIETÀ ITALIANE PER AZIONI, *Circolare n. 134 del 2 agosto 1928*, in *Circolari diramate alle associate nell'anno 1928*, Roma, 1929.
- AQUARONE A., *L'unificazione legislativa e i codici del 1865*, Milano, 1960.
- ATJE R. – JOVANOVIĆ B., *Stock Market and Development*, in *Eur. Econ. Rev.*, 1993, 632.
- BAGEHOT W., *Lombard Street. A Description of the Money Market*, London, 1873.
- BANK S. A. – CHEFFINS B. R., *The Corporate Pyramid Fable*, in *Bus. Hist. Rev.*, 2010, 435.
- BARASSI L., HENRI MAZEUD, *Le vote privilégié dans les sociétés de capitaux*, préface de G. COHENDY, Paris, libr. Dalloz, 1924, p. XII-327, in *Riv. dir. civ.*, 1924, 205.
- BARCELLONA E., *Rischio e potere nel diritto societario riformato fra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.*, Torino, 2012.
- BARTOLACELLI A., *La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2012.
- BASSAN F., *Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell'intervento dello Stato sull'economia*, in *Studi sull'integrazione eur.*, 2014, 57.
- BAUEN M. – BERNET R. – ROUILLER N., *La société anonyme suisse*, Genève, 2008.
- BEBCHUK L. A. – KRAAKMAN R. – TRIANTIS G., *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights*, in *Concentrated Corporate Ownership*, a cura di R. MORCK, Chicago, 2000, 445.
- BEBCHUK L. A. – COHEN A., *The costs of entrenched boards*, in *J. Fin. Econ.*, 2005, 403.
- BEBCHUK L. A. – SPAMANN H., *Regulating Banker's Pay*, in *Georgetown Law J.*, 2010, 247.
- BECHT M., *European corporate governance: Trading of liquidity against control*, in *Eur. Econ. Rev.*, 1999, 1071.
- BECHT M., *Reciprocity in Takeovers*, 2003, consultabile su <http://ssrn.com/abstract=463003>.



- BELLI F., *Le leggi bancarie del 1926 e del 1936-1938*, in AA. VV., *Banca e industria fra le due guerre*, Bologna, 1981, II, 203.
- BELVISO U., *Il significato delle azioni di risparmio*, in *Giur. comm.*, 1976, I, 779.
- BELVISO U., *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Torino, 1985, 17, 100.
- BEN AMAR W. – ANDRÉ P., *Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada*, in *J. Bus. Fin. Acc.*, 2006, 517.
- BEN ISHAI S., *Dual Class Shares in Canada: An Historical Analysis*, in *Dalhousie Law J.*, 2006, 117.
- BENETTINI G., *Le azioni a voto plurimo*, in *Dir. comm.*, 1926, I, 29.
- BENNEDESEN M. – NIELSEN K., *The Impact of Break-through Rule on European Firms*, 2002, consultabile su <http://ssrn.com/abstract=328020>.
- BENNEDESEN M. – NIELSEN K. M., *The Principle of Proportional Ownership, Investor Protection and Firm Value in Western Europe*, 2006, consultabile su <http://ssrn.com/abstract=941054>.
- BERLE A. A. – MEANS G., *The Modern Corporation and Private Property*, New Brunswick, Londra, 1932.
- BERLE A. A., *Power without Property*, New York, 1959.
- BERTINI A., *Contributo allo studio delle situazioni giuridiche degli azionisti*, Milano, 1951.
- BESTA E., *Le obbligazioni nella storia del diritto italiano*, Padova, 1936.
- BIANCA C. M., *Diritto civile, 3, il contratto*, Milano, 1993.
- BIANCHI E., *Delle presenti condizioni della legislazione commerciale in Italia e del suo avvenire*, Pisa, 1875.
- BIANCHI M. – BIANCO M. – ENRIQUES L., *Pyramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy*, in *The Control of Corporate Europe*, a cura di F. BARCA – M. BECHT, Oxford, 2003, 154.
- BIER B. – VAN GINNEKEN M. J. – KROEZE M., *Sdu Commentaar Ondernemingsrecht*, Al Den Haag, 2015.
- BILLET M. T. – MAUER D., *Cross Subsidies, External Financing Constraints, and the Contribution of Internal Capital Market to firm Value*, in *Rev. Financ. Stud.*, 2003, 1167.

- BIONE M., *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, Torino, 1991, 2\*, 3.
- BIONE M., *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 663.
- BIONE M., *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 266.
- BLACK B. S., *Shareholder Passivity Reexamined*, in *Mich. L. Rev.*, 1990, 520.
- BLANDINI A., *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 467.
- BOESEBECK E., *Die Kapitalistische Kommanditgesellschaft*, Frankfurt, 1938.
- BOLAFFIO L. – CASTAGNOLA S. – GIANZANA S., *Nuovo codice di commercio italiano. Testo – fonti – motivi – commenti – giurisprudenza*, Torino, 1883, I.
- BOLAFFIO L., *Il nuovo codice di commercio germanico. 10 maggio 1897*, Torino, 1897.
- BONELLI F. – DE ANDRÈ M., *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, Milano, 1990.
- BONELLI F., *Il codice delle privatizzazioni nazionali e locali*, Milano, 2001.
- BONELLI F., *La "golden share" all'italiana: regole comunitarie e regole interne in materia di "poteri speciali"*, in *Istituzioni, mercato e democrazia. Liber amicorum per gli ottanta anni di Alberto Predieri*, a cura di S. AMOROSINO – G. MORBIDELLI – M. MORISI, Torino, 2002, 55.
- BORRIE S., *Private companies*, Londra, 1954.
- BOTTAI G., *L'ordinamento corporativo*, Milano, 1936.
- BOURCART G., *Les actions à vote plural*, in *Journal des sociétés*, 1923, 420.
- BOURCART G., *De l'intuitus personae dans les sociétés*, in *Journal des sociétés*, 1927, 513.
- BOYD J. H. – LEVINE R. – SMITH B. D., *The Impact of Inflation on Financial Sector Performance*, in *J. Mon. Econ.*, 2001, 221.
- BRÄNDEL O. C., *Mehrstimmrechtsaktien – ein in Vergessenheit geratenes Instrument der Beherrschung und des Minderheitenschutzes?*, in *Festschrift für Karlheinz Quack zum 65. Geburtstag am 3. Januar 1991*, a cura di H. P. WESTERMANN – W. ROSENER, Berlino, 1991, 175.
- BRÄNDEL O. C., §14, in *Aktiengesetz. Großkommentar*, a cura di K. J. HOPT – H. WIEDEMANN, Berlino, 1991, 293.

- BRUNETTI A., *Società per azioni*, in *Trattato del diritto delle società*, Milano, 1948, II.
- BRUNETTI A., *Riflessioni sulla società a responsabilità limitata*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1949, 619.
- BRUNETTI A., *Società a responsabilità limitata. Società cooperative – mutue assicuratrici*, in *Trattato del diritto delle società*, Milano, 1950, III.
- BULTEN C. D. J. – LEIJTEN A. F. J. A. – LENNARTS M. L., *Ondernemingsrecht*, Alphen aan den Rijn, 2014.
- BUONOCORE V., *Principio di uguaglianza e diritto commerciale*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 557.
- BURKART M. – LEE S., *The One Share – One Vote Debate: A Theoretical Perspective*, 2007, consultabile su [http://ssrn.com/abstract\\_id=987486](http://ssrn.com/abstract_id=987486).
- BUSANI A. – SAGLIOCCA M., *Le azioni non si contano, ma si “pesano”: superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e maggiorato*, in *Società*, 2014, 1053.
- BUZZI U., *Azioni privilegiate e azioni speciali nella pratica statutaria*, in *Riv. soc.*, 1959, 894.
- CABIATI A., *Il progetto del nuovo codice di commercio e le azioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 1930, I, 9.
- CALVOSA L., *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, Milano, 1999.
- CANADIAN COALITION FOR GOOD GOVERNANCE, *Dual Class Share Policy*, settembre 2013, 5, consultabile su [http://admin.yourwebdepartment.com/site/ccgg/assets/pdf/Dual\\_Class\\_Share\\_Policy.pdf](http://admin.yourwebdepartment.com/site/ccgg/assets/pdf/Dual_Class_Share_Policy.pdf).
- CANCOGNI G., *Sulle azioni a voto plurimo nelle società anonime*, in *La società per azioni*, 1926, 64, 93.
- CAPORALE G. M. – RAULT C. – SOVA A. D. – SOVA R., *Financial Development and Economic Growth: Evidence from 10 New European Union Members*, in *Intern. J. Fin. Econ.*, 2015, 48.
- CAPONETTI B., *La condizione potestativa e meramente potestativa. Confronto con le figure del recesso e dell'opzione*, in *La condizione nel contratto tra 'atto' e 'attività*, a cura di F. ALCARO, Padova, 2008, 58.
- CAPPIELLO S., *Prospettive di riforma del diritto di recesso delle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, 243.
- CAPRIGLIONE F., *Un secolo di regolazione*, in AA. VV., *L'ordinamento finanziario italiano*<sup>2</sup>, Padova, 2010, I.

- CARLIN W. – MAYER C., *Finance, Investment and Growth*, in *J. Fin. Econ.*, 2003, 191.
- CARRESI F., *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, a cura di A. CICU – F. MESSINEO, Milano, 1987, 444.
- CARUSI D., *Condizione e termini*, in *Effetti*, a cura di M. COSTANZA, in *Trattato del contratto*, diretto da V. Roppo, Milano, 2006, III, 267.
- CARVALHOSA M., *Comentários À Lei de Sociedades Anônimas*<sup>6</sup>, 2014.
- CASELLA M., *Legittimità del voto scalare*, in *Riv. soc.*, 1973, 433.
- CASSESE S., *Le privatizzazioni: arretramento o riorganizzazione dello Stato*, in *Profili giuridici delle privatizzazioni*, a cura di G. MARASÀ, Torino, 1998, 1.
- CASSIM F. H. – CASSIM M. F. – CASSIM R. – JOOSTE R. – SHEV J. – YEATS J., *Contemporary Company Law*<sup>2</sup>, Cape Town, 2012.
- CASSINELLI G., *Le azioni a voto plurimo nelle società anonime. Diritto vigente – Riforma della legge*, Roma, 1925.
- CASSINELLI G., *Illegalità delle azioni privilegiate aventi diritto a voto multiplo (art. 164, 157, 89, n. 10, codice di commercio)*, in *Giur. it.*, 1925, I, 415.
- CASSINELLI G., *Le azioni a voto plurimo nelle società anonime*, in *Giur. it.*, 1925, I, 657.
- CASSOTTANA M., *L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, Milano, 1991.
- CATAUDELLA A., *Intuitus personae e tipo negoziale*, in *Studi in onore di Francesco Santoro Passarelli*, Napoli, 1972.
- CATAUDELLA A., *I contratti. Parte generale*<sup>4</sup>, Torino, 2014.
- CERA M., *Il passaggio di riserve a capitale*, Milano, 1988, 197.
- CERRAI A. – MAZZONI A., *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 1993, 77.
- CHAPSAL F., *Des sociétés à responsabilité limitée. Leur régime d'après la loi du 7 mars 1925*, Parigi, 1928.
- CHAUDET F. – CHERPILLOD A. – LANDROVE J. C., *Droit suisse des affaires*, Bâle, 2010.
- CHEFFINS B. R., *Company Law. Theory, Structure and Operation*, Oxford, 1997.
- CHOI S. – SMITH B. D. – BOYD J. H., *Inflation, Financial Markets, and Capital Formation*, in *Fed. Res. Bank St. Louis Rev.*, 1996, 9.
- CHRISTENSEN J. S., *Kapitalselskaber. Aktie- Og Anpartsselskabsret*<sup>4</sup>, København, 2014.

- CHRISTIANSEN H. – AMICO A., *The Role of Stock Exchanges in Corporate Governance*, 2009, consultabile su <http://ssrn.com/abstract=2384059>.
- CHRISTOPH U. – BRUGGER W. – HARRER F., *Vorbemerkungen §§ 1 ff*, in W. BRUGGER – F. HARRER, *GbmHG. Kommentar*, Wien, 2014, 1.
- CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e diritti di voice*, Milano, 2006.
- CIANCI E., *Nascita dello Stato Imprenditore in Italia*, Milano, 1977, 26.
- CISZEWSKI J. – GLICZ M. – GLINIECKI B. – COLPO M. – MOREK R. – STEPIEN SPOREK A. – TRZCIŃSKI C. – WIECZOREK E. – WOWERKA A., *Polskie prawo handlowe*, Warszawa, 2015.
- CLAESSENS S. – DJANKOV S. – FAN J. P. H. – LANG L. H. P., *Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings*, in *J. Fin.*, 2002, 2741.
- CLAESSENS S. – KLINGEBIEL D. – SCHMUKLER S. L., *Stock Market Development and Internationalization: Do Economic Fundamentals Spur Both Similarly?*, in *J. Emp. Fin.*, 2006, 316.
- CLARKE T. – CHANLAT J. F., *A New World Disorder? The Recurring Crises in Anglo-American Corporate Governance and the Increasing Impact on European Economies and Institutions*, in *European Corporate Governance. Readings and Perspectives*, a cura di T. CLARKE – J. F. CHANLAT, Abington, 2009, 33.
- COELHO F. U., *Tratado de Direito Comercial. Sociedade Anônima*, São Paulo, 2015.
- COLAVOLPE A., *Voto di lista nelle s.p.a. per la nomina di un solo consigliere di amministrazione*, in *Società*, 2001, 443.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Completing the Internal Market. White Paper from the Commission to the European Council*, COM (85) 310 final, Bruxelles, 14 giugno 1985.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Proposal for a 13th European Parliament and Council Directive on company law concerning takeover bids*. COM(95) 655 final, Bruxelles, 7 febbraio 1996.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Amended proposal for a 13th European Parliament and Council Directive on company law concerning takeover bids*. COM(97) 565 final, Bruxelles, 10 novembre 1997.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Communication from the Commission to the European Parliament pursuant to the second subparagraph of Article 251(2) of the EC Treaty concerning the Common position of the Council on the adoption of a European*

*Parliament and Council Directive on company law concerning takeover bids. SEC(2000) 1300 final, Bruxelles, 26 luglio 2000.*

COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament. Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward. COM(2003) 284 final, Bruxelles, 21 maggio 2003.*

COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies. SEC(2007) 1705, Bruxelles, 12 dicembre 2007.*

COMMISSIONE DI STUDIO PRESIDUTA DA ANTONINO MIRONE, *Relazione allo schema di disegno di legge delega per la riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2000, 25.

COMMISSIONE MINISTERIALE PER LA RIFORMA DELLA LEGISLAZIONE COMMERCIALE PRESIDUTA DAL PROF. CESARE VIVANTE, *Progetto preliminare per il nuovo Codice di Commercio*, Milano, 1922.

COMMISSIONE PER L'ATTUAZIONE DELLA DELEGA IN MATERIA DI RIFORMA ORGANICA DEL DIRITTO SOCIETARIO, *Riunione plenaria del 23 aprile 2002. Bozza di articolato sulla disciplina delle "azioni e delle obbligazioni"*, ne *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, a cura di M. VIETTI – F. AULETTA – G. LO CASCIO – U. TOMBARI – A. ZOPPINI, Milano, 2006, 848.

COMMISSIONE PER L'ATTUAZIONE DELLA DELEGA IN MATERIA DI RIFORMA ORGANICA DEL DIRITTO SOCIETARIO, *Riunione plenaria del 30 luglio 2002. Bozza di testo coordinato, ne La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, a cura di M. VIETTI – F. AULETTA – G. LO CASCIO – U. TOMBARI – A. ZOPPINI, Milano, 2006, 1555.

COMMISSIONE REALE PER IL DOPO GUERRA, *Studi e proposte della prima Sottocommissione presieduta dal sen. Vittorio Scialoja*, Roma, 1920.

COMMISSIONE REALE PER LA RIFORMA DEI CODICI. SOTTOCOMMISSIONE B, *Codice di Commercio. Progetto*, Roma, 1925, I.

COMMISSIONE REALE PER LA RIFORMA DEI CODICI. SOTTOCOMMISSIONE B, *Codice di Commercio. Relazione sul Progetto*, a cura del Presidente D'AMELIO, dei Commissari: ARCANGELI – ASQUINI – BOLAFFIO – BONELLI – JANNITI e del Segretario FRÈ, Roma, 1925, II, 77.

CONAC P. – ENRIQUES L. – GELTER M., *Constraining Dominant Shareholders' Self-Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy*, in *ECFR*, 2007, 498.

CONFALONIERI A., *Banche miste e grande industria in Italia: 1914-1933*, Milano, 1997, I.

- CONFORTI C., *Nomina e revoca degli amministratori di società*, Milano, 2007.
- CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Azioni con diritto di voto "determinante" (artt. 2348, 2351, c.c. e 2468, comma 3, c.c.). Massima n. 73 – 22 novembre 2005*, in *Massime notarili in materia societaria*<sup>5</sup>, Milano, 2014, 263.
- CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Azioni a voto "diverso" e quorum assembleari (artt. 2351, 2357-ter, comma 2, 2368, 2369 c.c., 120, 127-quinquies, 127-sexies t.u.f.)*. Massima n. 144, 19 maggio 2015, consultabile al link <http://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/144.aspx>.
- COPPOLA L., *Il movimento delle Società Anonime per azioni nel 1927*, in *Riv. pol. ec.*, 1928, 142.
- CORAPI D., *La riforma italiana delle società di capitali: modelli continentali, modelli di common law, modello comunitario*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. CIAN, Padova, 2004, 75.
- CORBIAU J., *Du droit de vote de diverses catégories d'actions*, in *Revue pratique des sociétés civiles et commerciales*, 1896, 168.
- CORDEIRO A. M., *Direito das Sociedades. Das sociedades em especial*<sup>2</sup>, Lisboa, 2007.
- COSTA C., *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, Torino, 1993, 3\*\*, 529.
- COSTAMAGNA C., *Corporativismo e unità dell'ordinamento giuridico*, in *Atti del I° Congresso giuridico italiano. Le Relazioni*, Roma, 1933, 134.
- COSTANZA M., *Condizione nel contratto*, in *Commentario del codice civile Scialoja – Branca*, a cura di F. GALGANO, Bologna, 1997.
- COSTANZA M., *La condizione e gli altri elementi accidentali*, in *I contratti in generale*, a cura di E. GABRIELLI, in *Trattato dei Contratti*, diretto da P. Rescigno – E. Gabrielli, Torino, 2006, 2, 932.
- COSTI R., *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, I, 563.
- COSTI R., *L'ordinamento bancario*<sup>5</sup>, Bologna, 2012.
- COTTINO G., *La società per azioni*, in *Novissimo digesto italiano*, Torino, 1970, XVII, 570.
- COTTINO G. – MINERVINI G., *La società per azioni a cento anni dal codice di commercio*, in AA. VV., *1882-1982. Cento anni dal codice di commercio. Atti del convegno internazionale (Taormina, 4-6 novembre 1982)*, Milano, 1984, 109.

- COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, *Common Position (EC) No 1/2001, with a view to adopting a Directive 2000/.../EC of the European Parliament and of the Council of ... on company law concerning takeover bids*, Bruxelles, 19 giugno 2000.
- COURTNEY T.B., *The Law of Companies*, Dublin, 2015.
- CUGNASCO R., *La maggiorazione de dividendo nelle società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 921.
- CUGNASCO R., *Art. 127-quater*, in *Commentario T.U.F. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di F. VELLA, Torino, 2012, II, 1401.
- CUKUROVA S., *Interlocking Directors and target Selection in Mergers and acquisitions*, 2015, consultabile al seguente link: <http://ssrn.com/abstract=1966816>.
- CUNHA P. O., *Direito das Sociedades Comerciais*<sup>5</sup>, Lisboa, 2012.
- D'ALESSANDRO F., *La seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Scritti di Floriano d' Alessandro*, 1997, I, 549.
- D'ALESSANDRO F., *Società per azioni: le linee generali della riforma*, in AA. VV., *La riforma del diritto societario. Atti del convegno di studio svoltosi a Courmayeur, 27-28 settembre 2002*, Milano, 2003, 32.
- D'ATTORRE G., *Il principio di uguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, 2007.
- DAL SOGLIO P., *Art. 2355-bis*, in *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 aggiornato al D. lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, Padova, 2005, I, 329.
- DANOS G., *Les actions à vote plural*, Parigi, 1922.
- DAOPEI G., *Hong Kong corporate law*, Hong Kong, 2010.
- DAVIS D. – CASSIM F. – GEACH W. D. – MONGALO T. – BUTLER D. – COETZEE L. – BURDETTE D., *Companies and Other Business Structures in South Africa*<sup>3</sup>, Cape Town, 2013.
- DE ACUTIS M., *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981.
- DE GREGORIO A., *Delle società e delle associazioni commerciali*, in *Il codice di commercio commentato*<sup>6</sup>, coordinato da L. Bolaffio – A. Rocco – C. Vivante, Torino, 1938, IV.
- DEMINOR RATING, *Application of the one share – one vote principle in Europe*, 2005.
- DENOZZA F., *Responsabilità dei soci e rischio d'impresa nelle società personali*, Milano, 1973.



- DEPARTMENT OF TRADE AND INDUSTRY. REPUBLIC OF SOUTH AFRICA, *South African Company Law for the 21<sup>st</sup> Century. Guidelines for Corporate Law Reform*, in *Government Gazette n. 26493*, 23 giugno 2004.
- DJANKOV S. – MCLIESH C. – SHLEIFER A., *Private Credit in 129 Countries*, in *J. Fin. Econ.*, 2007, 299.
- DIRECTORATE GENERAL FOR INTERNAL MARKET AND SERVICES, *Consultation and Hearing on Future Priorities for the Action Plan on Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union. Summary Report*, maggio 2006.
- DORALT P. – NOWOTNY C. – KALSS S., *Kommentar zum Aktiengesetz<sup>2</sup>*, Wien, 2012.
- DROUETS G., *Traité théorique et pratique des sociétés à responsabilité limitée*, Parigi, 1927.
- DUNLAVY C. A., *Social Conceptions of the Corporation: Insights from the History of Shareholder Voting Rights*, in *Wash. Lee L. Rev.*, 2006, 1347.
- EASTERBROOK F. H. – FISCHER D. R., *Voting in Corporate Law*, in *J. L. & Econ.*, 1983, 395.
- EASTERBROOK F. H. – FISCHER D. R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, 1991.
- EDWARDS V., *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On?*, in *Eur. Comp. & Fin. L. Rev.*, 2004, 416.
- EHRENBERG R., *Das Zeitalter der Fugger*, Jena, 1922, II.
- ELENA N., *Sulla legittimità delle azioni a voto plurimo nelle società anonime*, in *Corte cass.*, 1926, 1367.
- ELENA N., *Le azioni con voto plurimo o con voto altrimenti privilegiato nelle Società commerciali italiane*, Torino, 1927.
- ELENA N., *Ancora in tema di voto plurimo nelle società per azioni*, in *Temi genovese*, 1927, 117.
- ENRIQUES L., *Capitale, azioni e finanziamento della Società europea: quando meno è meglio*, in *Riv. soc.*, 2003, 375.
- ENRIQUES L., *Uno sguardo cinico sulla riforma delle società di capitali: più rendite; meno rigidità?*, in *InDret*, 2004, consultabile sul sito internet [http://www.indret.com/pdf/231\\_es.pdf](http://www.indret.com/pdf/231_es.pdf).
- EREDE M., *Artt. 2342-2343*, in *Costituzione – Conferimenti*, a cura di M. NOTARI, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, 2008, 381.

- ERRUNZA V. R., *Emerging Markets – A New Opportunity for Improving Global Portfolio Performance*, in *Fin. Anal. J.*, 1983, 51.
- ESCARRA A., *Les restrictions conventionnelles de la transmissibilité des actions*, in *Annales de droit commercial*, 1911, 335.
- EUROPEAN COMMISSION, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Action Plan: European company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies*. COM(2012) 740 final, Strasbourg, 12 dicembre 2012.
- EUROPEAN COMMISSION, *Green paper. Long-term Financing of the European Union*. COM(2013) 150 final/2, Bruxelles, 9 aprile 2013.
- EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE FORUM WORKING GROUP, *Paper of the European Corporate Governance Forum Working Group on Proportionality*, Bruxelles, giugno 2007.
- EUROPEAN PARLIAMENT, *Report on recent developments and prospects in relation to company law*. (2006/2051(INI)), Bruxelles, 26 giugno 2006.
- EUROPEAN PARLIAMENT, *Report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement* (COM(2014)0213 – C7 0147/2014 – 2014/0121(COD)). A8-0158/2015, Strasbourg, 12 maggio 2015.
- EUROPEAN PARLIAMENT, *Long-term shareholder engagement and corporate governance statement. Amendments adopted by the European Parliament on 8 July 2015 on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement*. (COM(2014)0213 – C7-0147/2014 – 2014/0121(COD)). P8\_TA-PROV(2015)0257, Strasbourg, 8 luglio 2015.
- FACCIO M. – LANG L., *The Ultimate Ownership of Western European Companies*, in *J. Fin. Econ.*, 2002, 365.
- FAMA E., *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in *J. Pol. Ec.*, 1980, 288.
- FAMA E. – JENSEN M. C., *Separation of ownership and control*, in *J. L. & Econ.*, 1983, 301.
- FANI C. – LUZZATTI L., *Disegno di legge sulle società ed associazioni commerciali*, in *Riv. dir. comm.*, 1911, I, 976.

- FANNO M., *Introduzione allo studio della teoria economica del corporativismo*, Padova, 1936.
- FARRAR J. – WATSON S. – TENNANT D. – TAYLOR L. — GRIFFITHS S. – BERKAHN M. – TROTMAN L. – COOPER D., *Company and Securities Law in New Zealand<sup>2</sup>*, Wellington, 2013.
- FERRARINI G. A., *One Share - One Vote: A European Rule?*, 2006, consultabile su <http://ssrn.com/abstract=875620>.
- FERRI G., *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 35.
- FERRI G., *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, fondato da F. Vassalli, Torino, 1987, X, 475.
- FERRI G. JR, *Organizzazione societaria e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, 227; ID., *Autonomia statutaria e mercato a confronto*, *ivi*, 1999, 919.
- FERRO-LUZZI P., *Intervento*, in *Riunione plenaria del 30 luglio 2002. Verbale della riunione del 30 luglio 2002, ne La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, a cura di M. VIETTI – F. AULETTA – G. LO CASCIO – U. TOMBARI – A. ZOPPINI, Milano, 2006.
- FRANCESCHELLI R., *Passaggio a capitale di saldi attivi di rivalutazione monetaria, azioni a voto plurimo e compiti dell'Autorità Giudiziaria*, in *Riv. dir. comm.*, 1950, II, 196.
- ENDEMANN W., *Manuale di diritto commerciale, marittimo, cambiario*, Napoli, 1897.
- FACCIO M. – LANG L. H. P., *The Separation of Ownership and Control. An Analysis of Ultimate Ownership in Western European Corporations*, 2000, consultabile sul link <http://ssrn.com/abstract=222429>.
- FALZEA A., *La condizione e gli elementi dell'atto giuridico*, Napoli, 1979, *passim*; ID., *Condizione (dir. civ.)*, in *Enc. giur.*, VII, Roma, 1988, 5.
- FEINE H. E., *Die Gesellschaft mit beschränkter Haftung*, in *Ehrenberg's Handbuch des gesamten Handelsrechts*, Leipzig, 1929.
- FERRARINI G., *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Riv. soc.*, 2000, 737.
- FERRARINI G., *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive. Atti del convegno internazionale di studi. Venezia, 10-11 novembre 2006*, a cura di P. BALZARINI – G. CARCANO – M. VENTORUZZO, Milano, 2007, II, 629.

- FERRI G., *La filosofia della miniriforma delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1975, I, 209.
- FICH E. M. - WHITE L. J., *Why Do CEOs Reciprocally Sit on Each Other's Boards?*, in *J. Corp. Fin.*, 2005, 175.
- FICK J., *Ueber Begriff und Geschichte der Aktiengesellschaften*, in *ZHR* 5, 1862, 1.
- FINZI E., *Società controllate*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, I, 467.
- FORDE M. – KENNEDY H., *Company Law*<sup>4</sup>, Dublin, 2007.
- FORMICA C., *Artt. 2346-2354. Sez. I. Le novità della disciplina azionaria*, in *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 aggiornato al D. lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, Padova, 2005, I, 161.
- FORNASIERO G., *Organizzazione e intuitus nelle società*, Padova, 1984.
- FRANCHI L., *Gli studi di diritto commerciale in Italia dopo la codificazione*, Macerata, 1886.
- FRANKS J. - MAYER C. - WAGNER H. F., *The Origins of the German Corporation – Finance, Ownership and Control*, in *Rev. fin.*, 2006, 537.
- FRÈ G., *Le azioni a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, 121, 253, 489.
- FRÈ G. – SBISÀ G., *Art. 2351*, in G. FRÈ – G. SBISÀ, *Della società per azioni*<sup>6</sup>, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. GALGANO, I, Bologna, 1997, 261.
- GALANTI E., *La storia dell'ordinamento bancario e finanziario italiano fra crisi e riforme*, in AA. VV., *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di E. GALANTI, in *Trattato di diritto dell'economia*, diretto da E. Picozza - E. Gabrielli, Padova, 2008, V, 1.
- GALASSO A., *Errore sulla persona, personalità della prestazione e intuitus personae*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1973, 1344.
- GALASSO A., *La rilevanza della persona nei rapporti privati*, Napoli, 1974.
- GALGANO F., *Lex mercatoria*<sup>5</sup>, Bologna, 2010.
- GALLO P., *I vizi del consenso*, in *I contratti in generale*<sup>2</sup>, a cura di E. GABRIELLI, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno – E. Gabrielli, Torino, 2006, 479.
- GALLO P., *Trattato del contratto*, Torino, 2010, 3.
- GAMBINO A., *Intervento*, in *Riunione plenaria del 30 luglio 2002. Verbale della riunione del 30 luglio 2002, ne La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*,

- a cura di M. VIETTI – F. AULETTA – G. LO CASCIO – U. TOMBARI – A. ZOPPINI, Milano, 2006.
- GARCIA F. V. – LIU L., *Macroeconomic Determinants of Stock Market Development*, in *J. Appl. Econ.*, 1999, 29.
- GARRETT R., *History, Purpose and Summary of The Model Business Corporations Act*, in *Bus. lawyer*, 1950, 6, 1.
- GASPARI F., *Libertà di circolazione dei capitali, privatizzazioni e controlli pubblici. La nuova golden share tra diritto interno, comunitario e comparato*, Torino, 2015.
- GASPERONI N., *Aumento di capitale mediante rivalutazione monetaria ed emissione di azioni gratuite a voto plurimo*, in *Banca borsa*, 1949, II, 325.
- GATTI S., *La disciplina della circolazione delle partecipazioni sociali secondo il d. lgs. n. 6 del 2003*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 1.
- GEORGE C., *Freedom from the Press. Journalism and State Power in Singapore*, Singapore, 2012, 31.
- GERANIO M. – GARCIA E., *Come sarebbe l'Italia con 1000 società quotate?*, in *Economia & Management*, 2013, 95.
- GHEZZI F., *La nuova disciplina dei legami personali in Italia*, in *Mercato conc. reg.*, 2012, 199.
- GIAMPAOLINO C. F., *Le azioni speciali*, Milano, 2004.
- GIDE C., *Principles d'économie politique*, Parigi, 1896.
- GOBBI U., *Abolizione delle azioni al portatore*, in *Monit. Trib.*, 1916, 861.
- GOLDSCHMIDT L., *Storia universale del diritto commerciale*, Torino, 1913.
- GÓMEZ LEO O. R. – BALBÍN S., *Sociedad anónima*, in *Tratado de derecho comercial y empresario. Sociedades*, Buenos Aires, 2013.
- GRANT J., *Takeovers and the Market for Corporate Control*, in *European Takeovers. The Art of Acquisition*, a cura di J. GRANT, London, 2005.
- GRASSETTI C., *Azioni a voto plurimo e aumento di capitale per congruaggio monetario*, in *Riv. dir. comm.*, 1949, I, 81.
- GRAY T., *Dual-class Share Structures and Best Practices in Corporate Governance*, 18 agosto 2005, consultabile su <http://www.parl.gc.ca/content/lop/researchpublications/prb0526-e.pdf>.

- GRAZIANI A., *Diritto delle società*<sup>5</sup>, Napoli, 1963.
- GRECO P., *Azioni gratuite a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 1947, I, 68.
- GRIPPO G. – BOLOGNESI C., *L'assemblea nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Torino, 2011, 16\*\*\*, 73.
- GROSSMANN DOERTH H., *Zur Reform der Kommanditgesellschaft*, in *Arch. Civ. Pr.*, 1941, 1.
- GROSSMAN S. J. – HART O. D., *One share - One vote and the Market for Corporate Control*, in *J. Fin. Econ.*, 1988, 175.
- GROSSO P., *Categorie di azioni ed assemblee speciali. Il diritto italiano nel contesto comunitario*, Milano, 1999.
- GUASTI A., *Privilegi azionari e voto plurimo nelle società anonime italiane ed estere. Contributo allo studio delle disparità contrattuali tra gli azionisti*, Milano, 1928.
- GUERRA P., *Appunti in tema di holding*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, 109.
- GURLEY J. – SHAW E., *Financial Aspects of Economic Development*, in *Am. Ec. Rev.*, 1955, 515.
- HABERSACK M., §101, in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*<sup>4</sup>, a cura di W. GOETTE, M. HABERSACK, S. KALSS, B. GACH, G. SPINDLER, F. WAMSER, Monaco, 2014, 4, 984.
- HAGELIN N. – HOLMEN M. – PRAMBORG B., *Family Ownership, Dual-Class Shares, and Risk Management*, in *Glob. Fin. J.*, 2006, 283.
- HANSMANN H., *The Ownership of Enterprise*, Cambridge, 1996.
- HANSMANN H. – KRAAKMAN R., *Agency problems and legal strategies*, in R. KRAAKMAN – J. ARMOUR – P. DAVIES – L. ENRIQUES – H. HANSMANN – G. HERTIG – K. HOPT – H. KANDA – E. ROCK, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*<sup>2</sup>, Oxford, 2009, 35.
- HANSMANN H. – PARGENDLER M., *The Evolution of Shareholder Voting Rights: Separation of Ownership and Consumption*, in *Yale L. J.*, 2014, 100.
- HAVENGA M. – LOCKE N., *Corporations and Partnerships in South Africa*<sup>2</sup>, Alphen aan den Rijn, 2013.
- HEY F., *Freie Gestaltung in Gesellschaftsverträgen und ihre Schranken*, Monaco, 2004.
- HEMSTRÖM C. – GIERTZ M., *Bolagens rättsliga ställning*, Stockholm, 2013.
- HICKS J., *A Theory of Economic History*, Oxford, 1969.

- HILT E., *When did Ownership Separate from Control? Corporate Governance in the Early Nineteenth Century*, 2007, consultabile al link <http://www.nber.org/papers/w13093>.
- HINDLEY B., *Separation of Ownership and Control in the Modern Corporation*, in *J. L. & Econ.*, 1970, 185.
- HIX S. – NOURY A. G. – ROLAND G., *Democratic Politics in the European Parliament*, Cambridge, 2007.
- HOLLAENDER A., *Zur reform der Gesellschaft mit beschränkter Haftung*, in *ZHR*, 1915, 64.
- HOPT K. J. – ROTH M., §101, in *Aktiengesetz. Großkommentar*<sup>4</sup>, Berlino, 2006, 4.
- HORRWITZ H., *Schutz und Vorratsaktien*, Berlino, 1926.
- HOUPIIN C. – BOSVIEUX H., *Traité général theorique et pratique des sociétés civiles et commerciales et des Associations (avec formules)*, Parigi, 1928, II.
- HU H. T. C., *Risk, Time, and Fiduciary Principles in Corporate Investment*, in *UCLA L. Rev.*, 1990, 277.
- HUNTER W. W., *A History of British India*, 1912, II.
- HUVELIN P., *L'histoire du droit commercial*, Parigi, 1904.
- HUYBENS E. – SMITH B. D., *Inflation, Financial Markets, and Long-Run Real Activity*, in *J. Mon. Econ.*, 1999, 283.
- INDUSTRY CANADA, *Consultation on the Canada Business Corporation Act*, 15 maggio 2014.
- INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES – SHEARMAN & STERLING LLP – EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Bruxelles, 18 maggio 2007.
- ISTAT, *Struttura e competitività del sistema delle imprese industriali e dei servizi. Anno 2002*, 16 settembre 2004.
- ISTAT, *Struttura e competitività del sistema delle imprese industriali e dei servizi. Anno 2013*, 9 dicembre 2015.
- JAEGER P. G., *Privatizzazioni. I) Profili generali*, in *Enc. giur.*, Roma, 1995, XXVII, 1.
- JANNACCONE P., *Scritti e discorsi opportuni e inopportuni (1947-1955)*, Torino, 1956.
- JANNONI A., *Azioni a voto multiplo*, in *Riv. pol. ec.*, 1925, 624.
- JARRELL G. A. – POULSEN A. B., *Dual-class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms: the recent evidence*, in *J. Fin. Econ.*, 1988, 129.

- JENSEN M. C. – MECKLING W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *J. Fin. Ec.*, 1976, 305.
- JENSEN M. C. – MURPHY K. J., *Ceo incentives: It's not how much but how*, in *Harvard Bus. Rev.*, 1990, 138.
- JENSEN M. C. – SMITH C. W., Jr. Jr., *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory*, in M. C. JENSEN, *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms*, Cambridge, 2000, 136.
- JOHNSTON A. – MORROW P., *Towards long-termism in corporate governance: the Shareholder Rights Directive and beyond*, in *Long-term investment and the Sustainable Company: a stakeholder perspective*, a cura di S. VITOLS, Bruxelles, 2015, 19.
- JOLLS C. – SUNSTEIN C. R. – THALER R., *A Behavioral Approach to Law and Economics*, in *Stan. L. Rev.*, 1998, 1471.
- KALSS S., *Anlegerinteressen. Der Anleger im Handlungsdreieck von Vertrag und Markt*, Wien, 2001.
- KANG E., *Director Interlocks and Spillover Effects on Reputational Penalties from Financial Reporting Fraud*, in *Acad. Manag. J.*, 2008, 537.
- KEANE R., *Company Law*<sup>4</sup>, Dublin, 2007.
- KHACHATURYAN A., *The One share-One vote Controversy in the EU*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2007, 335.
- KHAN M. – ABDELHAK M. S. – SENHADJI S. – SMITH B. D., *Inflation and Financial Depth*, in *Macroeconomic Dynamics*, 2006, 165.
- KING R. – LEVINE R., *Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence*, in *J. Monetary Econ.*, 1993, 513.
- KING R. – LEVINE R., *Finance and Growth: Schumpeter Might be Right*, in *Quart. J. Econ.*, 1993, 717.
- KISFALUDI A., *Társasági jog*, Budapest, 2007.
- KLEIN F., *Die neueren Entwicklungen in Verfassung und Recht der Aktiengesellschaft*, Wien, 1904.
- KLERK DE REUS G. C., *Geschichtlicher Überblick der administrativen, rechtlichen und finanziellen Entwicklung der Niederländisch-Ostindischen Compagnie*, Batavia-Hage, 1894.
- KOCH A. – NAPIERALA J., *Prawo spółek handlowych*, Warszawa, 2015.



- LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001.
- LAMANDINI M., *Società di capitali e struttura finanziaria: spunti per la riforma*, in ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, 277.
- LA PORTA R. – LOPEZ DE SILANES F. – SHLEIFER A., *Legal Determinants of External Finance*, in *J. Fin.*, 1997, 1131.
- LA PORTA R. – LOPEZ DE SILANES F. – SHLEIFER A. – VISHNY R. W., *Law and Finance*, in *J. Pol. Econ.*, 1998, 1113.
- LA SALA G. P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nelle società per azioni*, Torino, 2011.
- LAWRENCE P., *Finance and development: why should causation matter?*, in *J. Intern. Dev.*, 2006, 997.
- LEDOUX P., *Le droit de vote des actionnaires*, Parigi, 2002.
- LEHMANN K., *Die geschichtliche Entwicklung des Aktienrechts bis zum Code de Commerce*, Berlino, 1895.
- LEHMANN K., *Das Recht der Aktiengesellschaften*, Berlino, 1904, I.
- LEMME G., *Il voto di lista*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, 357.
- LEOZAPPA A. M., *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Milano, 2008.
- LEVINE R., *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, in *J. Econ. Lit.*, 1997, 688.
- LEVINE R., *More on finance and growth: more finance, more growth?*, in *Fed. Res. Bank St. Louis Rev.*, 2003, 31.
- LEVINE R., *Finance and Growth: Theory and Evidence*, in *Handbook of Economic Growth*, a cura di P. AGHION – S. N. DURLAUF, Amsterdam, 2005, 865.
- LEVINE R. – LOAYZA N. – BECK T., *Finance and the Sources of Growth*, in *J. Fin. Econ.*, 2000, 261.
- LEVINE R. – ZERVOS S., *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*, in *Am. Econ. Rev.*, 1998, 536.
- LIBERTINI M. – MIRONE A. – SANFILIPPO P. M., *Art. 2351*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, Padova, 2010, II, I, 269.

- LIBONATI B., *La faticosa «accelerazione» delle privatizzazioni*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 20.
- LIBONATI B., *I “nuovi” strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, 1.
- LIEBMANN J. – SAENGER A., *Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung*<sup>7</sup>, Berlino, 1927.
- LUTTER M. – KRIEGER G., *Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats*<sup>5</sup>, Köln, 2008, 7.
- LUTTER M., *Einleitung*, in M. LUTTER – P. HOMMELHOFF, *GmbH-Gesetz Kommentar*<sup>17</sup>, Köln, 2009, 45.
- MACEY J. R., *Corporate Law and Corporate Governance: A Contractual Perspective*, in *J. Corp. Law*, 1993, 185.
- MACPHERSON D., *The History of European Commerce with India*, Londra, 1832.
- MADISON J., *Journal of Federal Convention*, Chicago, 1893, 549.
- MADISON J., *The debates in the federal convention of 1787 which framed the constitution of the United States of America*, New York, 1920.
- MAGLIULO F., *L’assegnazione di partecipazioni sociali in misura non proporzionale al conferimento*, in *Notariato*, 2003, 638.
- MALHERBE S. – SEGAL N., *South Africa: After Apartheid*, in *Corporate Governance in Development*, a cura di C. P. OMAN, OECD Development Center, 2003, 161.
- MANARA U., *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, 1902, I.
- MANNE H. G., *Some Theoretical Aspects of Share Voting. An Essay in Honor of Adolf A. Berle*, in *Col. L. Rev.*, 1964, 427.
- MARCHETTI P., *L’autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2000, 563.
- MARCHETTI P., *Commento all’Art. 20 del D. L. Competitività (Azioni a voto Maggiorato, a Voto Plurimo ed Altro)*, Relazione al Convegno tenutosi il 22 settembre 2014 dal Consiglio Notarile di Milano, 5.
- MARGHERI A., *Discussioni tenute al Senato del Regno. Tornata del 27 aprile 1875*, in *I motivi del nuovo codice di commercio italiano*, Napoli, 1885, III.
- MARGHERI A., *Relazione del Ministro di Grazia e Giustizia e dei Culti (Mancini) od esposizione dei motivi del Progetto del Codice di Commercio pel Regno d’Italia*, in *I motivi del nuovo codice di commercio italiano*, Napoli, 1885, IV.
- MARGHERI A., *Il diritto commerciale italiano esposto sistematicamente*, Napoli, 1888.

- MARKS S., *The Separation of Ownership and Control*, in *Encyclopedia of Law and Economics*, a cura di B. BOUCKAERT – G. DE GEEST, Cheltenham, 2000, 692.
- MAROCCHI M., *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Contr. impr.*, 2014, 221.
- MASSELLA DUCCI TERI B., *Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, 465.
- MAUGERI M., *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, Milano, 2010.
- MAYNES E., *Reallocation of voting rights and shareholders' wealth*, in *Can. J. Econ*, 1992, 538.
- MCCREEVY C., *Speech by Commissioner McCreevy at the European Parliament's Legal Affairs Committee. SPEECH/07/592*, Bruxelles, 3 ottobre 2007.
- MENCONI L., *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni della assemblea della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 499.
- MEYER HAYOZ A. – FORSTMOSER P., *Schweizerisches Gesellschaftsrecht*, Bern, 2007.
- MAZEAUD H., *Le vote privilégié dans les sociétés de capitaux*, Parigi, 1924.
- MELI V., *Art. 2355-bis*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, 2004, I, 336.
- MIGNOLI A., *Idee e problemi nell'evoluzione della «company» inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, 633.
- MIGNOLI A., *Le assemblee speciali*, Milano, 1960.
- MINISTERO DELL'ECONOMIA NAZIONALE. CONSIGLIO SUPERIORE DELL'ECONOMIA NAZIONALE, *Atti del Consiglio superiore dell'economia nazionale: voti e osservazioni sul progetto del nuovo Codice di commercio*, Roma, 1926.
- MINISTERO DELL'ECONOMIA NAZIONALE. DIREZIONE GENERALE DEL COMMERCIO E DELLA POLITICA ECONOMICA, *Bollettino Ufficiale delle Società per Azioni*, Roma, 1924-1929, I.
- MINISTERO DI GRAZIA E GIUSTIZIA, *Lavori preparatori del codice civile (anni 1939-1941). Progetti preliminari del libro delle obbligazioni, del codice di commercio e del libro del lavoro. Volume III. Relazione al progetto preliminare del codice di commercio*, Roma, 1942.
- MINISTERO DI GRAZIA E GIUSTIZIA, *Lavori preparatori del codice civile (anni 1939-1941). Progetti preliminari del libro delle obbligazioni, del codice di commercio e del libro del lavoro. Volume IV. Progetto preliminare del codice di commercio*, Roma, 1942.

- MINISTERO DI GRAZIA E GIUSTIZIA, *Lavori preparatori del codice civile (anni 1939-1941). Progetti preliminari del libro delle obbligazioni, del codice di commercio e del libro del lavoro. Volume V. Progetto preliminare del libro dell'impresa e del lavoro*, Roma, 1942.
- MONTALENTI P., *La riforma del diritto societario nel progetto della commissione Mirone*, in *Giur. comm.*, 2000, 378.
- MONTALENTI P., *I gruppi piramidali tra libertà d'iniziativa economica e asimmetrie del mercato*, in *Proprietà e controllo dell'impresa: il modello italiano stabilità o contendibilità?*, Milano, 2008, 57.
- MONTALENTI P., *Società per Azioni, Corporate Governance e Mercati Finanziari*, Milano, 2011, 45.
- MONTANARI M., *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 907.
- MONTESORI R., *ANDRE AMIAUD, Les actions à droit de vote inegal, Paris 1922, pag. 77*, in *Riv. dir. comm.*, 1923, I, 581.
- MORI V., *L'amministrazione della società anonima nel diritto e nella giurisprudenza*, Torino, 1897, I.
- MOSSA L., *Per il nuovo codice di commercio*, in *Riv. dir. comm.*, 1928, I, 16.
- MOSSA L., *Contributo allo studio dell'impresa e del lavoro*, in *Archivio di studi corporativi*, 1941, 63.
- MUGGIA R. A., *Disparità contrattuale e diritti azionari*, in *Temi lomb.*, 1924, 417.
- MÜLLER P. S. – WERLAUFF E., *Selskabsloven med kommentarer<sup>2</sup>*, København, 2014.
- MÜLLER ERZBACH R., *Die Haftung und die Vermögensbeteiligung des Kommanditisten und des stillen Gesellschafters, besonders im Falle ihrer Anteilnahme an der Unternehmensverwaltung*, in *Beiträge zum Wirtschaftsrecht, Festgabe für Ernst Heymann*, Marburg, 1931, II, 737.
- MÜLLER ERZBACH R., *Herrschaft und Haftung. Zugleich einer Richtigstellung*, in *Leip. Zeit.*, 1933, 145.
- MUSSO A., *La rilevanza esterna del socio nelle società di capitali*, Milano, 1996.
- NACEUR S. B. – GHAZOUANI S. – OMRAN M., *The Determinants of Stock Market Development in the Middle-Eastern and North African Region*, in *Managerial Finance*, 2007, 477.
- NAVARRINI U., *Trattato teorico-pratico di diritto commerciale*, Torino, 1919, IV, 459.

- NEWBOLD P. – CARLSON W. L. – THORNE B. M., *Statistics for Business and Economics*<sup>8</sup>, New Jersey, 2013.
- NICODANO G., *Corporate Groups, Dual Class Shares and the Value of Voting Rights*, in *J. Bank. Fin.*, 1998, 1117.
- NOBILI R., *La disciplina delle azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1984, 1212.
- NORTHEY M. – O' CONNOR R. – HILL B. – NAJA H., *Doing Business in Qatar*, in AA. VV., *Business Laws of Kuwait and Qatar*, Thomson Reuters eBook edition, 2014.
- NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa*, 2003, 542.
- NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società*, a cura del CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Milano, 2003, 46.
- NOTARI M., *Art. 2346, commi 1-5*, in *Azioni*, a cura di M. NOTARI, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2008, 3.
- NOTARI M., *Art. 2348*, in *Azioni*, a cura di M. NOTARI, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2008, 161.
- NOTARI M. – GIANNELLI A., *Art. 2346, comma 6*, in *Azioni*, a cura di M. NOTARI, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2008, 52.
- NOTARI M., *Partecipazione al rischio d'impresa, strumenti finanziari e categorie giuridiche*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti. Liber discipulorum*, Milano, 2011, 497.
- NOTARI M., *Il computo delle azioni proprie ai fini del calcolo dei quorum assembleari*, in AA. VV., *Studi in onore di Giorgio de Nova*, Milano, 2015, III, 2240.
- OECD STEERING GROUP ON CORPORATE GOVERNANCE, *Lack of Proportionality Between Ownership and control: Overview and Issues for discussion*, dicembre 2007, consultabile su <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/40038351.pdf>.
- OPPO G., *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 645.
- OPPO G., *Sulla partecipazione di società a società personali*, in *Riv. dir. civ.*, 1976, 1.
- OPPO G., *Sui principi generali del diritto privato*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, 475.

OSSERVATORIO SUL DIRITTO SOCIETARIO DEL CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, *Orientamento* 47/2014. *Categorie di azioni a voto plurimo e nomina delle cariche sociali*, 2014, consultabile su <http://www.consiglionotarilefirenze.it/index.php/orientamenti/societa-di-capitali/azioni-e-quote/114-categorie-di-azioni-a-voto-plurimo-e-nomina-delle-cariche-sociali-47-2014.html>.

OSSERVATORIO SUL DIRITTO SOCIETARIO DEL CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, *Orientamento* 48/2014. *Categorie di voto plurimo fidelizzanti*, 2014, consultabile su <http://www.consiglionotarilefirenze.it/index.php/orientamenti/societa-di-capitali/azioni-e-quote/115-categorie-di-azioni-a-voto-plurimo-fidelizzanti-48-2014.html>.

PAES DE ALMEIDA A., *Manual Das Sociedades Comerciais*<sup>20</sup>, São Paulo, 2012.

PALAZZOLO G., *Le azioni a voto plurimo*, in *La società per azioni*, 1925, 273.

PANDOLFELLI G. - SCARPELLO G. - STELLA RICHTER M. – DALLARI G., *Codice civile. Libro del lavoro, illustrato con i lavori preparatori e disposizioni di attuazione e transitorie*, Milano, 1942.

PASQUARIELLO F., *Artt. 2368-2369*, in *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 aggiornato al D. lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, Padova, 2005, I, 471.

PASSOW R., *Die Aktiengesellschaft. Eine wirtschaftswissenschaftliche studie*, Jena, 1922.

PAULICK H., *Die eingetragene Genossenschaft*, Tübingen, 1954.

PAULIS R., *Le azioni a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 1927, II, 405.

PFLUGK-HARTTUNG J., *Storia universale*, Milano, 1928, IV, 79.

PERCIAVALLE M. L. – SIRENA J. L., *Sociedades anónimas*<sup>2</sup>, Buenos Aires, 2009.

PISANI MASSAMORMILE A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1268.

PISKO O., *Lehrbuch des österreichischen Handelsrechtes*, Wien, 1923.

PLANITZ H., *Die Stimmrechtsaktie*, Leipzig, 1922.

POMELLI A., *Rischio d'impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 510.

PORTALE G. B., *La riforma societaria: aspetti sostanziali. Profili dei conferimenti in natura nel nuovo diritto italiano delle società di capitali*, in *Corr. giur.*, 2003, 1663.

- PORTALE G. B., *Il sistema dualistico: dall'Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch (1861) alla riforma italiana delle società per azioni*, in *Sistema dualistico e governance bancaria*, a cura di P. ABBADESSA – F. CESARINI, Torino, 2009, 16.
- PORZIO M., *Sulla invalidità delle deliberazioni di emissione di azioni a voto plurimo*, in *Banca borsa*, 1960, II, 608.
- PRATT W. – ZECKHAUSER R. J., *Principals and Agents: The Structure of Business*, Boston, 1985.
- PREITE D., *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, Torino, 1993, 3\*\*, 36.
- PROVVIDENTI S., *Intervento*, in *Riunione plenaria del 30 luglio 2002. Verbale della riunione del 30 luglio 2002*, ne *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, a cura di M. VIETTI – F. AULETTA – G. LO CASCIO – U. TOMBARI – A. ZOPPINI, Milano, 2006.
- PRÜM A. – BAHAR R. – CONAC P. H. – CORBISIER I. – COURET A. – RUPPERT D. – SPANG J. P. – VAN OMMESLAGHE J. P., *Le nouveau droit luxembourgeois des sociétés*, Bruxelles, 2008, passim; J. P. WINANDY, *Manuel de droit des sociétés*, Bertrange, 2011.
- PRYOR F. L., *Corporatism as an economic system: A review essay*, in *J. Comp. Econ.*, 1988, 317.
- RAMCHAND A. M., *Freedom Of The Press: Regulation Under The Newspaper And Printing Presses Act, 1974*, in *Singapore L. Rev.*, 1999, 130.
- RAPPAPORT A., *Creating Shareholder value*, New York, 1986.
- RAVÀ R., *Il voto plurimo nelle società per azioni*, Bologna, 1929.
- RESCIGNO P., *Il principio di uguaglianza in diritto privato*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1959, 351.
- RESCIO G. A., *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. BENAZZO – S. PATRIARCA – G. PRESTI, Milano, 2003, 107.
- RESCIO G. A., *Art. 127-quater*, in *Il testo Unico della Finanza*, a cura di M. FRATINI – G. GASPARRI, Milano, 2012, II, 1782.
- RESTAINO L., *Art. 2376*, in *La riforma delle società*, a cura di M. SANDULLI – V. SANTORO, Torino, 2003, I, 338.

- RIVOLTA G. C. M., *La società per azioni e l'esercizio di piccole e medie imprese*, in *Riv. soc.*, 2009, 629.
- RIVOLTA G. C. M., *Autonomia privata e strumenti per l'esercizio delle imprese minori*, in *Riv. soc.*, 2010, 1274.
- RIZZINI BISINELLI S., *Una prima applicazione del voto di lista per il collegio sindacale*, in *Società*, 1999, 981.
- RIZZINI BISINELLI S., *Sull'efficacia delle clausole statutarie relative ai meccanismi di nomina degli organi sociali*, in *Società*, 2001, 1093.
- RODOTÀ S., *Diritti e libertà nella storia d'Italia. Conquiste e conflitti. 1861-2011*, Roma, 2011.
- ROE M. J. – SIEGEL J. I., *Finance and Politics: A Review Essay Based on Kenneth Dam's Analysis of Legal Traditions in The Law-Growth Nexus*, in *J. Econ. Lit.*, 2009, 781.
- ROPPO V., *Il contratto*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di G. IUDICA – P. ZATTI, Milano, 2001.
- ROSS S., *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, in *Am. Ec. Rev.*, 1973, 134.
- ROSSI G., *Persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa*, Milano, 1967.
- ROSSI G., *Il fenomeno dei gruppi e il diritto societario: un nodo da risolvere*, in *Riv. soc.*, 1995, 1311.
- ROSSI G., *Dalla Compagnia delle Indie al Sarbanes-Oxley Act*, in *Riv. soc.*, 2006, 890.
- ROSSI M., *Art. 92*, in *Codice commentato delle società* a cura di N. ABRIANI – M. STELLA RICHTER, Torino, 2010, 3065.
- SACCHI R., *L'intervento e il voto nell'assemblea delle S.p.A. Profili procedurali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, 3\*, 1994, 203.
- SAGLIOCCA M., *Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo delle società per azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 326.
- SAGLIOCCA M., *Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Riv. not.*, 2014, 921.
- SALAFIA V., *La bozza di legge delega Mirone di riforma del diritto societario e l'autonomia privata*, in *Società*, 2000, 1421.
- SÀNDOR I., *Tanulmányok a társasági jog területéről*, Budapest, 2015.



- SANDSTRÖM T., *Svensk aktiebolagsrätt*, Stockholm, 2015.
- SANTAGATA R., *Interlocking directorates ed interessi degli amministratori di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2009, 310.
- SANTAGATA R., *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni "redimibili"*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, 537.
- SANTOSUOSSO D. U., *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei DD. Lgs. 17 gennaio 2003, nn. 5 e 6*, Milano.
- SARACENO P., *Salvataggi bancari e riforme negli anni 1922-1936*, in AA. VV., *Banca e industria fra le due guerre*, Bologna, 1981, II, 15.
- SÁRKÖZY T., *Üzleti jog*, Budapest, 2008.
- SCHULTESS M., *Reformbestrebungen im Rechte der Gesellschaften m. b. h.*, Amburgo, 1914.
- SCHUMPETER J. A., *The Theory of Economic Development*, Cambridge, 1934.
- SCIALOJA A., *Il voto plurimo nelle società per azioni*, Roma, 1925.
- SCIALOJA A., *Il voto plurimo nelle società per azioni*, in *Foro it.*, 1925, I, 758.
- SCIALOJA A., *Sull'origine delle società commerciali*, in *Saggi di vario diritto*, Roma, 1927, I, 225.
- SCIUTO M. – SPADA P., *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, Torino, 2004, 1\*, 3.
- SCOTT W. R., *The constitution and finance of English, Scottish and Irish joint-stock companies to 1720*, Cambridge, II, 1920.
- SEN A. – SRIVASTAVA M., *Regression analysis. Theory, Methods and Applications*, New York, 1990.
- SERRA A., *Il regime speciale delle società quotate*, in *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti* a cura di P. ABBADESSA – A. ROJO, Milano, 1993, 585.
- SFAMENI P., *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008.
- SHEKIN D. J., *Handbook of Parametric and Nonparametric Statistical Procedures*<sup>3</sup>, Boca Raton, 2003.
- SHLEIFER A. – VISHNY R. W., *A Survey of Corporate Governance*, in *J. Fin.*, 1997, 737.
- SIMONETTO E., *La personalizzazione delle società, in particolare le cooperative*, in *Riv. soc.*, 1999, 985.

- SIMONETTO E., *L'intuitus personae nelle società di persone*, in *Riv. soc.*, 1990, 22.
- SIRRI E. R. – TUFANO P., *The economics of pooling*, in D. B. CRANE – K. A. FROOT – S. P. MASON – A. F. PEROLD – R. C. MERTON – Z. BODIE – E. R. SIRRI – P. TUFANO, *The Global Financial System: A Functional Approach*, Cambridge, 1995, 81.
- SKOG R., *The Takeover Directive – an endless saga?*, in *Eur. Bus. L. Rev.*, 2002, 301.
- SLAGTER W. J.– BARTEL J. C. K. W. – BECKMAN H., *Compendium van het ondernemingsrecht*, Alphen aan den Rijn, 2014.
- SOCIETÀ IDROELETTRICA PIEMONTESE, *Statuto*, Torino, 1925.
- SODI J., *L'assegnazione delle partecipazioni non proporzionale ai conferimenti nelle società di capitali. Studio n. 148-2008/I*, in *Studi e materiali*, 2009, 584.
- SOLUS H., *Les Actions à droit de vote privilégié*, in *Revue des Sociétés*, 1923, 359.
- SOPRANO E., *Trattato teorico-pratico delle società commerciali*, Torino, 1934, I.
- SOPRANO E., *Codice di commercio o codice dell'economia corporativa?*, in *Foro it.*, 1937, 132.
- SOTGIA S., *Il diritto commerciale nell'ordinamento corporativo*, Padova, 1942.
- SRAFFA A. – BONFANTE P., *Società in nome collettivo tra società anonime?*, in *Riv. dir. comm.*, 1921, I, 609.
- SPADA P., *La tipicità della società*, Padova, 1974.
- SPADA P., *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, I, 95.
- SPADA P., *Autorità e libertà nel diritto della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1996, 703.
- SPADA P., *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla "nuova" società a responsabilità limitata)*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, 489.
- SPANN O., *Der wahre Staat*, Leipzig, 1921.
- SPINDLER G., §101, in *Kommentar zum Aktiengesetz*<sup>3</sup>, a cura di G. SPINDLER – E. STILZ, Monaco, 2010, I, 1223.
- SPOLIDORO M. S., *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2003, 205.
- SPOLIDORO M. S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015, 134.
- STAGNO D'ALCONTRES A., *Art. 2346*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, 2004, I, 251.

- STAGNO D'ALCONTRES A., *Art. 2351*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, 2004, I, 301.
- STAGNO D'ALCONTRES A., *Art. 2376*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, 2004, I, 542.
- STANGHELLINI L., *Art. 2355-bis*, in *Azioni*, a cura di M. NOTARI, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2008, 559.
- STELLA RICHTER JR. M., *“Trasferimento del controllo” e rapporti fra soci*, Milano, 2000.
- STEIN J. C., *Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources*, in *J. Fin.*, 1997, 111.
- STEINITZER E., *Ökonomische Theorie der Aktiengesellschaft*, Leipzig, 1908.
- STELLA RICHTER M. JR., *Antecedenti e vicende della società a responsabilità limitata*, in *S.r.l. Commentario*, a cura di A. A. DOLMETTA – G. PRESTI, Milano, 2011, 1.
- STELLA RICHTER M. JR., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 89.
- STEWART G. B., *The quest for value*, New York, 1991.
- ΣΤΙΓΚΑΣ Θ. Ν., *Εταιρικό δίκαιο. Ανώνυμες εταιρίες<sup>2</sup>*, Αθήνα, 2007, *passim*; Β. Γ. ΑΝΤΩΝΟΠΟΥΛΟΣ, *Ανώνυμες εταιρίες*, Αθήνα, 2013, *passim*; Σ. Δ. ΨΥΧΟΜΑΝΗΣ, *Δίκαιο εμπορικών εταιριών*, Αθήνα, 2013.
- STOLFI G., *Teoria del negozio giuridico*, Padova, 1961.
- STOTT V., *Hong Kong company law*, Hong Kong, 2015.
- STUART T. E. – YIM S., *Board Interlocks and the propensity to be targeted in private equity transaction*, in *J. Fin. Econ.*, 2010, 174.
- SRIVASTAVA D. K., *Business law in Hong Kong*, Hong Kong, 2014.
- STRASSER R., §87-89, in *Kommentar zum Aktiengesetz<sup>5</sup>*, a cura di R. STRASSER – P. JABORNEGG, Wien, 2011, 2, 215.
- STUART EWING B., *Corporations, Partnerships, and Other Business Entities*, in AA. VV., *Business Laws of the United Arab Emirates*, Thomson Reuters eBook edition, 2013.
- TABALUJAN B. S. – DU TOIT-LOW V. – HUAN J. L.Y., *Singapore Business Law<sup>7</sup>*, Singapore, 2015.

- TALARICO L., *I «poteri speciali» riservati allo Stato Italiano nelle società privatizzate. Possibili effetti sulla economicità aziendale*, in *Privatizzazioni e problemi di governance. Esperienza a confronto: il caso Tedesco*, a cura di R. FERRARIS FRANCESCHI, Torino, 2002, 210.
- TAN K. Y. L., *Constitutional Law in Singapore*, Alphen aan den Rijn, 2011.
- TARISSI DE JACOBIS G., *L'ordinamento corporativo e le fonti del diritto commerciale*, Roma, 1933.
- TATARANO G. – ROMANO C., *Condizione e modus*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, diretto da P. Pierlingieri Napoli, 2009, 29.
- THALLER E., *Des divers emplois possibles d'actions de priorité*, in *Journal des sociétés civiles et commerciales*, 1912, 394.
- THE FORMER REFLECTION GROUP ON THE FUTURE OF EU COMPANY LAW, *Response to the European Commission's Action Plan on Company Law and Corporate Governance*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2013, 304.
- THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on Issues related to Takeover Bids*, Bruxelles, 10 gennaio 2002.
- TJIO H. – KOH P. – PEY WOAN L., *Corporate Law*, Singapore, 2015.
- TOMBARI U., *Intervento*, in *Riunione plenaria del 30 luglio 2002. Verbale della riunione del 30 luglio 2002*, ne *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, a cura di M. VIETTI – F. AULETTA – G. LO CASCIO – U. TOMBARI – A. ZOPPINI, Milano, 2006.
- TOMBARI U., *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2436, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, 143.
- TONIOLO G., *Crisi economica e smobilizzo pubblico delle banche miste (1930-1934)*, in *AA.VV., Industria e banca nella grande crisi 1929-1934*, Milano, 1978, 291.
- TONIOLO G., *L'economia dell'Italia fascista*, Bari, 1980.
- TRIMARCHI P., *Intervento*, in *Riunione plenaria del 30 luglio 2002. Verbale della riunione del 30 luglio 2002*, ne *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, a cura di M. VIETTI – F. AULETTA – G. LO CASCIO – U. TOMBARI – A. ZOPPINI, Milano, 2006.
- TRIMARCHI P., *L'aumento del capitale sociale*, Milano, 2007.

- ULPIANI G. (pseudonimo di C. TREVES), *La decadenza della democrazia capitalistica. (A proposito del voto plurimo)*, in *Critica sociale*, 1926, 211.
- UNGARI P., *I precedenti storici del vigente diritto delle società per azioni*, in *Ricerca sulle società commerciali. Linee evolutive della legislazione italiana e ordinamenti stranieri*, a cura di M. D'ANTONIO, in *Quaderni di studi e legislazione*, a cura del SERVIZIO STUDI LEGISLATIVI E INCHIESTE PARLAMENTARI, Roma, 1968, 4.
- UNGARI P., *Profilo storico del diritto delle società anonime in Italia*, Roma, 1974.
- VACCA G., *Relazione ministeriale al progetto di legge sull'unificazione legislativa del Regno*, in *ATTI PARLAMENTARI. CAMERA DEI DEPUTATI. VIII LEGISLATURA, Documenti*, sessione 1863-1865, n. 276.
- VALZER A., *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, 2014.
- VAN DER CHIJS J. A., *Geschiedenis Der Stichting Van de Vereenigde O.I. Compagnie En Der Maatregelen Van de Nederlandsche Regering Betreffende de Vaart Op Oost-Indie, Welke Aan Deze Stichting Voorafgingen*, Leyden, 1857.
- VATTERMOLI D., *Art. 2355-bis*, in *La riforma delle società*, a cura di M. SANDULLI – V. SANTORO, Torino, 2003, I, 173.
- VELLA F., *Diritto societario e modelli di sviluppo delle piccole e medie imprese italiane: quale rapporto?*, in *ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, 15.
- VENTORUZZO M., *Art. 92*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario* a cura di P. MARCHETTI – L. A. BIANCHI, I, Milano 1999, 11.
- VENTORUZZO M., *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 512.
- VENTORUZZO M., *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1070.
- VERÓN A. V., *Tratado de las sociedades anónimas*, Buenos Aires, 2008.
- VIGHI A., *Notizie storiche sugli amministratori ed i sindaci delle società per azioni anteriori al codice di commercio francese. Contributo alla storia delle società per azioni*, Camerino, 1898.
- VISENTINI B., *Azioni di società*, in *Enc. Dir.*, Milano, 1959, IV, 967.

- VIVANTE C., *Le società commerciali*, in *Trattato di diritto commerciale*<sup>5</sup>, Milano, 1923, II, 193.
- VIVANTE C., *I progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, 429.
- VIVANTE C., *Le azioni a voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. banc.*, 1925, 548.
- VIVANTE C., *La riforma delle leggi commerciali attraverso l'ordinamento corporativo*, in *Atti del I° Congresso giuridico italiano. Le Relazioni*, Roma, 1933, 483.
- VOSSESTEIN G. J., *Modernization of European Company Law and Corporate Governance. Some Considerations on its Legal Limits*, Alphen aan den Rijn, 2010.
- WACHTEL P., *Growth and Finance: What Do We Know and How Do We Know It?*, in *International Finance*, 2001, 335.
- WACHTEL P., *The Evolution of the Finance Growth Nexus*, in *Comp. Econ. Stud.*, 2011, 475.
- WEIGMANN R., *Concorrenza e mercato azionario*, Milano, 1978.
- WEIGMANN R., *Luci e ombre del nuovo diritto societario*, in *Società*, 2003, 276.
- WEILINGER A., *Unternehmensrecht*, Wien, 2015.
- WILLEMS H., *Multiple voting right in the general meeting of shareholders in Belgium during the interbellum period*, in *BHU Occasional Papers*, 2005, 69.
- WILLIAMS G., *Corporations and Partnerships in New Zealand*, Alphen an den Rijn, 2011.
- WILLIAMSON O., *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications. A Study in the Economics of Internal Organization*, New York, 1975, 82.
- WILLIAMSON P. J., *Varieties of Corporatism. A conceptual discussion*, Cambridge, 1985.
- WILLISTON S., *History of the Law of Business Corporation before 1800*, in *Harvard l. rev.*, 1888, 155.
- WINANDY P., *Manuel de droit des sociétés*, Bertrange, 2011.
- ΨΥΧΟΜΑΝΗΣ Σ. Δ., *Δίκαιο εμπορικών εταιριών*, Αθήνα, 2013.
- ZANARONE G., *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa – G. B. Portale, Torino, 2006, 1, 55.
- ZOPPINI A., *Intervento*, in *Riunione plenaria del 30 luglio 2002. Verbale della riunione del 30 luglio 2002*, ne *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, a

cura di M. VIETTI – F. AULETTA – G. LO CASCIO – U. TOMBARI – A. ZOPPINI, Milano, 2006.

ZUMBANSEN P., *European Corporate Law and National Divergences: The Case of Takeover Regulation*, in *Wash. U. Global Stud. L. Rev.*, 2004, 867.





## INDICE DELLA GIURISPRUDENZA

## GIURISPRUDENZA ITALIANA

## CORTE DI CASSAZIONE

Cass., 15 luglio 1926, in *Temi genovese*, 1926, 281 e in *Corte Cass.*, 1926, 1367.

Cass., 20 marzo 1930, in *Foro it.*, 1930, I, 562.

Cass., 27 aprile 1936, in *Foro it.*, 1936, I, 992.

Cass., 19 gennaio 1956, n. 166, in *Riv. dir. comm.*, 1956, II, 289.

Cass., 8 luglio 1968, n. 2335, in *Mass. Giur. it.*, 1968, 129.

Cass., 7 aprile 1972, n. 1032, in *Foro it.*, 1972, I, 1566.

Cass., 8 novembre 1974, n. 3424, in *Vita not.*, 1975, 429.

Cass. Sez. Un., 17 ottobre 1988, n. 5636, in *Giur. comm.*, 1989, II, 5, in *Dir. fall.*, 1989, 315, in *Riv. not.*, 1989, 433.

Cass. 20 giugno 2000, n. 8390, in *Contratti*, 2000, 11, 997.

Cass., 23 marzo 2004, n. 5724, in *Società*, 2004, 1239.

Cass., 2 aprile 2004, n. 6510, in *Società*, 2004, 1239.

Cass., 16 gennaio 2006, n. 728, in *Mass. Giust. civ.*, 2006, 3.

Cass., 21 maggio 2007, n. 11774 in *Mass. Giust. civ.*, 2007, 5.

## CORTI DI APPELLO

App. Milano, decr. 13 agosto 1924, in *Temi lomb.*, 1924, 426.

App. Milano, 16 dicembre 1924, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 210.

App. Milano, 11 agosto 1925, in *Foro it.*, 1925, I, 757.

App. Torino, 3 giugno 1927, in *Riv. dir. comm.*, 1927, II, 405.

App. Milano, 28 febbraio 1933, in *Riv. dir. comm.*, 1933, II, 363.

App. Torino, 6 giugno 1949, in *Foro it.*, 1950, 340.

App. Roma, 9 luglio 1959, in *Dir. fall.*, 1959, II, 630.

App. Milano, 21 novembre 1961, in *Giur. it.*, 1962, I, 2.

App. Napoli, 31 marzo 1987, in *Società*, 1988, 585.

#### TRIBUNALI

Trib. Milano, decr. 4 giugno 1924.

Trib. Milano, decr. 25 luglio 1924, in *Temi lomb.*, 1924, 444.

Trib. Torino, decr. 25 febbraio 1925.

Trib. Milano, 4 maggio 1925, in *Giur. it.*, 1925, I, 416.

Trib. Roma, decr. 1 giugno 1925, in *Bollettino Ufficiale delle società per azioni*, 1925, I, XXVII, 203.

Trib. Roma, decr. 27 luglio 1925, in *Bollettino Ufficiale delle società per azioni*, 1925, I, XXXV, 65.

Trib. Roma, 17 novembre 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II, 79.

Trib. Roma, 17 dicembre 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II, 79.

Trib. Torino, 9 dicembre 1926, in *Monit. trib.*, 1927, 151.

Trib. Torino, 16 maggio 1949, in *Riv. dir. comm.*, 1950, II, 196.

Trib. Roma, 7 marzo 1958, in *Giur. it.*, 1958, I, 2.

Trib. Milano, 20 luglio 1959, in *Banca borsa*, 1960, II, 608.

Trib. Milano, 18 gennaio 1999, in *Giur. it.*, 1999, 2112.

Trib. Trieste, 8 aprile 1999, in *Società*, 1999, 981.

Trib. Milano, ord., 23 novembre 2000, in *Società*, 2001, 443.

Trib. Milano, ord., 19 gennaio 2001, in *Società*, 2001, 443.

Trib. Roma, ord., 12 marzo 2001, in *Società*, 2001, 1093.

Trib. Milano, 27 maggio 2003, in *Foro pad.*, 2003, I, 374.

Trib. Milano, 3 settembre 2003, in *Giur. it.*, 2003, 2325.

Trib. Milano, 8 luglio 2004, in *Giur. it.*, 2005, 307.

Trib. Roma, 7 luglio 2011, n. 14708, in *Giur. comm.*, 2013, II, 274.

#### GIURISPRUDENZA COMUNITARIA

##### CORTE DI GIUSTIZIA DELL'UNIONE EUROPEA

C-58/99, Commissione delle Comunità europee *contro* Repubblica italiana, in *Racc.*, 2000, I-3811.

C-326/07, Commissione delle Comunità europee *contro* Repubblica italiana, in *Racc.*, 2009, I-02291.

#### GIURISPRUDENZA STRANIERA

##### STATI UNITI

*Deskins v. Lawrence County Fair & Dev. Corp.*, 321 S.W.2d 408, 409 (Ky. 1959).

*Shapiro v. Tropicana Lanes, Inc.*, 371 S.W.2d 237, 241-42 (Mo. 1963).

*Hampton v. Tri-State Fin. Corp.*, 30 Colo. App. 420, 425, 495 P.2d 566, 569 (1972).

*Providence and Worcester Co. v. Baker*, 378 A.2d 121, 122-24 (Del. 1977).

*Groves v. Rosemound Improvement Ass'n*, 413 So. 2d 925, 927 (La. Ct. App. 1982).