



Multiple voting shares nelle società quotate: Italia e Stati Uniti a confronto

di **FRANCESCA LUVISOTTI**

SOMMARIO: **1.** INTRODUZIONE - **2.** DAL *ONE SHARE-ONE VOTE* ALLA SEPARAZIONE TRA RISCHIO E POTERE - **3.** LE AZIONI A VOTO MULTIPLO: PROFILI DI DISCIPLINA – **3.1** LE AZIONI A VOTO MAGGIORATO IN ITALIA – **3.2** CENNI SULLE AZIONI A VOTO PLURIMO NEL CODICE CIVILE E NEL TUF – **3.3** LA *DUAL-CLASS STRUCTURE* NEGLI STATI UNITI - **4.** IL RAFFORZAMENTO DEL CONTROLLO DERIVANTE DAL VOTO MULTIPLO – **4.1** EFFETTI ENDOSOCIETARI – **4.2** L'IMPATTO SULLE SCELTE DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI - **5.** CONCLUSIONI.

1. Introduzione. Nell'ordinamento italiano sono state recentemente introdotte le azioni a voto multiplo, abrogando il divieto di emissione delle azioni a voto plurimo. Il decreto Competitività nel 2014, prevedendo le azioni a voto plurimo per le società chiuse e le azioni a voto maggiorato per le società quotate, ha definitivamente consentito il superamento del principio *one share-one vote*, già ampiamente indebolito dalla riforma societaria del 2003.

Negli Stati Uniti il voto multiplo opera da decenni e le *public companies* possono modulare le categorie azionarie e i diritti di voto che ciascuna attribuisce nella maniera più disparata, quale sintomo del diverso approccio normativo che lascia alle società statunitensi ampia autonomia.

Il voto multiplo rientra tra i meccanismi di rafforzamento del controllo (*Control Enhancing Mechanisms* o *CEMs*), al pari dei gruppi piramidali, dei patti parasociali e delle azioni prive del diritto di voto, e in quanto tale è in grado di operare una separazione tra l'investimento effettuato dall'azionista nel capitale sociale e il potere che esercita in assemblea.

Diversa è però l'operatività del meccanismo nel mercato italiano e in quello statunitense e diverso l'impatto che può avere nei due Paesi sulle strutture proprietarie e sulle scelte degli investitori.

2. Dal *one share-one vote* alla separazione tra rischio e potere. L'espressione "un'azione un voto" (c.d. *one share-one vote*) indica il rapporto

proporzionale tra le unità partecipative al capitale sociale e i diritti di voto alle stesse associati, ossia la circostanza che a ogni azione posseduta corrisponde un voto esercitabile in assemblea. Tale principio è dunque espressione del nesso tra il rischio dell'investimento e il potere di voto e, quindi, tra la proprietà e il controllo.

Il *one share-one vote* non ha notoriamente mai assunto un valore pieno e assoluto valenza cogente nel nostro ordinamento, né con il codice di commercio del 1882, né con il codice civile del 1942. Il codice di commercio, tuttavia, in un'ottica di maggior rigidità dell'assetto normativo, stabiliva il necessario legame tra azionista e voto, prevedendo che a ogni azionista spettasse il diritto di voto nelle assemblee generali e che tale diritto di voto non spettasse a soggetti diversi dai soci¹.

Il codice civile del 1942, all'art. 2351, comma 2, consentiva alle società per azioni la possibilità di prevedere statutariamente le azioni a voto limitato nelle sole assemblee straordinarie. Era, invece, espressamente fatto divieto di emettere azioni a voto plurimo. La previsione di azioni a voto limitato ha fatto sì che il voto non fosse più una prerogativa irrinunciabile della partecipazione azionaria.

Con l'introduzione delle azioni di risparmio a seguito della riforma del 1974, si assiste a un'ulteriore erosione del rapporto tra azionista e voto². Nel

¹ L'art. 164, comma 1°, del Codice di Commercio del 1882 stabiliva che spettasse «ad ogni azionista il diritto di voto nelle assemblee generali»; LA SALA, G. P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, 2011, Giappichelli Editore, Torino, 10 e s., secondo cui obiettivo dell'introduzione di una tale norma era quello di reagire alla diffusa prassi di riservare il diritto di voto solamente ai principali azionisti attraverso la previsione di tetti minimi di voto e, dunque, evitando «che la moltitudine dei soci investitori, titolari di partecipazioni singolarmente modeste, venga espropriata della funzione deliberativa a beneficio degli azionisti imprenditori, aventi di regola partecipazioni più elevate. Proprio attraverso tali clausole gli azionisti più forti erano riusciti a perpetuare il carattere oligarchico tipico delle prime forme di società anonima a dispetto del rafforzamento del ruolo dell'assemblea verificatosi a partire dalle *Code de Commerce* napoleonico del 1807. Sicché, con la loro abolizione viene rimosso un ostacolo al processo di democratizzazione interna della società per azioni già avviato con l'emersione di un sistema di governo fondato sul principio di sovranità assembleare».

² LA SALA, G. P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, op. cit., 13, osserva come «le azioni di risparmio, che formalizzano la figura del socio investitore, furono previste per tentare di risolvere il problema, tipico della società per azioni di grosse dimensioni, del frazionamento della maggior parte del capitale tra una consistente massa di piccoli

sistema delineato da tale riforma si poteva ancora dubitare se con le azioni di risparmio il legislatore avesse voluto allentare la proprietà azionaria o istituire una classe di azioni a sé stante. Nel quadro normativo delineato dalla riforma del 2003 tale alternativa non ha più ragione di esistere.

La riforma del 2003 ha sancito un'ulteriore e importante attenuazione del principio *one share-one vote*, riconsolidando all'autonomia statutaria la possibilità di prevedere azioni prive del diritto di voto, azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti (e non necessariamente di competenza delle assemblee straordinarie) e azioni con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente protestative³. Il diritto di voto, però, non poteva essere potenziato, restando fermo il divieto di emettere azioni a voto plurimo. In altre parole la regola "un'azione un voto" poteva essere derogata esclusivamente in *minus*⁴.

Per evitare una completa separazione tra il rischio corso dall'azionista e il potere esercitato, ai sensi dell'art. 2351 cod. civ., il limite quantitativo di emissione delle azioni a voto limitato o escluso non può superare complessivamente la metà del capitale sociale. Ipotizzando una società con capitale suddiviso in 100 azioni, se ne otteneva il controllo con 26 azioni (se 50 fossero state prive del diritto di voto e le altre 50 fossero dotate del voto), e

investitori non aventi sufficienti competenza, interessi e coesione interna per contribuire in modo attivo ed efficiente alla direzione dell'impresa tramite l'esercizio del voto».

³ Sulle categorie azionarie introdotte dalla riforma del 2003 NOTARI, M., *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Libera Amicorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, P., PORTALE, G. B., (diretto da), Torino, Utet, 597; GIAMPAOLINO, C. F., *Le azioni speciali*, Milano, Giuffrè, 2004; TOMBARI, U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance categoria rappresentative del fenomeno societario)*, in *Rivista delle Società*, V, 2004, 1082; BLANDINI, A., *Le azioni a voto limitato nella riforma, Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, MONTAGNANI, C., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2004; SFAMENI, P., *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, Giuffrè, 2008.

⁴ BIONE, M., *Il voto multiplo: digressioni su tema*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2011, I, 673; 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 a voto maggiorato*, in *Le Società*, 10, 2012, 1050, osserva come «permaneva nell'ordinamento l'inderogabilità del principio generale per il quale il potere (di voto), pur essendo attribuibile in misura inferiore al rischio (il capitale investito nell'acquisto di azioni), non doveva invece essere superiore al rischio. La libertà di conformare la struttura finanziaria della società per azioni, in altri termini, era particolarmente ampia, ma si arrestava allorché il voto non era sostenuto da un rischio corrispondente»; in tal senso ABRIANI, N., *Le azioni e gli altri strumenti finanziari, Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, ABRIANI, N., AMBROSINI, S., CAGNASSO, O., MONTALENTI, P., (a cura di), COTTINO, G. (diretto da), IV, Padova, 2010, 303.

quindi con appena più di un quarto del capitale sociale. Se dunque si tollerava un controllo ottenuto con 26 azioni non era invece reputato tollerabile che si potessero emettere azioni a voto plurimo con la conseguenza che il controllo sarebbe stato ottenuto con una partecipazione inferiore a 26 azioni.

La scelta del legislatore del 2003 di non prevedere la possibilità di potenziare il diritto di voto mediante l'introduzione di azioni a voto plurimo aveva probabilmente l'obiettivo di evitare forme di concentrazione del controllo societario in capo a pochi azionisti⁵. In altre parole, non si riteneva giustificato l'ottenimento del controllo della società al di sotto del limite di un quarto di capitale sociale detenuto⁶.

Con ild. lgs. 24 giugno 2014, n. 91 (c.d. decreto competitività), poi convertito, con relative modifiche, dalla legge 11 agosto 2016, n. 116, il legislatore ha introdotto le azioni a voto plurimo e il meccanismo di maggiorazione del voto per le sole società quotate, superando definitivamente il principio *one share-one vote*. A partire dal 2014, la deroga al principio è pertanto consentita sia in *minus* che in *maius*⁷.

3. Le azioni a voto multiplo: profili di disciplina. 3.1 Le azioni a voto maggiorato in Italia. L'articolo 127-*quinquies* del TUF prevede la possibilità

⁵ 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 a voto maggiorato*, op. cit., 1050 e s., osserva che «mentre con l'emissione (pari al massimo alla metà del capitale sociale) di azioni prive del diritto di voto veniva comunque mantenuta una certa proporzione tra il potere del socio e la sua dose di rischio, l'introduzione di azioni a "voto plurimo" avrebbe invece consentito di alterare del tutto tale proporzione, potendo permettere a una minoranza, anche assai esigua, di imporsi come gruppo di controllo della società emittente tali azioni».

⁶ MASSELLA DUCCI TERI, B., *Appunti in di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative*, in *Rivista del diritto societario*, 2013, 761; 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 a voto maggiorato*, op. cit., 1051.

⁷ SAGLIOCCA, M., *Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Rivista del Notariato*, 5, 2014, 921; TOMABRI, U., *Le azioni a voto plurimo*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Torino, Giappichelli, 2016, 27, il quale osserva come la proporzionalità tra rischio e potere può dirsi nella sostanza definitivamente tramontata e che l'abrogazione della disposizione sul divieto di azioni a voto plurimo segna un ulteriore importante tappa nel processo di espansione dell'autonomia privata nella struttura finanziaria e nel governo dell'impresa azionaria; TEDESCHI, C., *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*, in *Le Società*, 2015, I, 1073; NOTARI, M., *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un "canone fondamentale" o una regola suppletiva?*, in *Analisi giuridica dell'Economia*, II, 2016, 379.

che gli statuti dispongano che sia attribuito il voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi⁸.

Le azioni a voto maggiorato non rappresentano una categoria speciale di azioni ai sensi dell'art. 2348 cod. civ., come opportunamente specificato all'art. 127-*quinquies*, comma 5, del TUF, bensì un beneficio riconosciuto all'azionista di lungo periodo. L'assenza della specialità introduce, dunque, un elemento personalistico nelle società quotate – in realtà, già presente a partire dall'introduzione del dividendo maggiorato⁹. Dalla non classificabilità delle azioni a voto maggiorato come categoria speciale consegue l'assenza di un'assemblea speciale ai sensi dell'art. 2376 cod. civ. a favore dei relativi azionisti, il quali non saranno quindi chiamati ad approvare le modifiche o la soppressione della clausola statutaria che prevede il voto maggiorato¹⁰.

Dalla lettura dell'art. 127-*quinquies* TUF discendono due ordini di considerazioni: la prima per cui, considerata la dicitura «*fino a un massimo di due voti*», sarebbe ammissibile un diritto di voto frazionato, ossia l'attribuzione di diritti di voto superiori a uno e inferiori a due per ogni azione detenuta¹¹; la seconda, che il periodo continuativo di detenzione delle azioni possa essere

⁸ Le azioni a voto maggiorato ricalcano le c.d. *loyalty shares* francesi. L'art. L225-123, comma 1, del *Code de Commerce* prevede che, sulla base dello statuto oggi una deliberazione assembleare straordinaria, possa essere attribuito un voto doppio alle azioni nominative e interamente liberate, purché detenute per un periodo di tempo non inferiore a due anni. Le *loyalty shares* francesi non rappresentano una categoria speciale di azioni, ma un mero sistema di attribuzione del diritto di voto, che si aggiunge alla regola della proporzionalità. Il diritto di voto doppio, infatti, viene attribuito a tutti gli azionisti che posseggono le azioni ordinarie per più di due anni e la maggiorazione viene meno nel momento stesso in cui l'azione viene ceduta. Per tale ragione, il diritto alla maggiorazione si deve considerare quale caratteristica collegata al titolare dell'azione e non a quest'ultima.

⁹ AA. VV., *I diritti degli azionisti nelle società quotate*, Giappichelli, Torino, 2015, 198 e 218, in quanto la maggiorazione del dividendo «ha come referente non l'azione ma l'azionista e, pertanto, non opera in ragione delle caratteristiche oggettive delle partecipazioni bensì delle caratteristiche del loro titolare o della sua condotta». Anche con riferimento al diritto di voto maggiorato subentra quindi l'elemento personalistico, in quanto tale beneficio è ricollegato alla condizione di azionista fedele titolare delle azioni in maniera continuativa per almeno ventiquattro mesi.

¹⁰ ASSONIME, Circolare n. 10 del 7 aprile 2016, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato* in www.assonime.it, 2016, 36.

¹¹ NIGRO, G. L., *Società per azioni: superato il principio "un'azione, un voto" per gli azionisti*, in *Il Quotidiano Giuridico*, 2014, 2, per il quale sarebbero ammissibili diritti di voto frazionati come, ad esempio, 1,5 voti per ciascuna azione detenuta per almeno ventiquattro mesi.

derogato solamente in aumento e non in diminuzione, in quanto la norma stabilisce la detenzione delle azioni per «*un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi*». La disciplina delle azioni a voto maggiorato lascia, dunque, ampi spazi all'autonomia statutaria¹².

L'art. 127-*quinquies*, comma 7, TUF stabilisce che, ai fini del computo del *vesting period*, nell'ipotesi in cui la modifica statutaria che introduce la maggiorazione del voto sia introdotta nel corso di un processo di quotazione, si tenga conto anche del possesso anteriore alla quotazione. Questa è l'unica ipotesi in cui si tiene conto del periodo di possesso dell'azione antecedente rispetto all'introduzione della clausola statutaria di maggiorazione del diritto di voto¹³.

Perché scatti la maggiorazione del voto è necessario che le azioni siano appartenute all'azionista per l'intero periodo non inferiore a ventiquattro mesi previsto dallo statuto. L'opinione maggioritaria ritiene che la continuità dell'appartenenza delle azioni operi esclusivamente quando l'azionista sia titolare sia della partecipazione, sia del diritto di voto. In altre parole, la continuità dell'appartenenza non opera nei casi in cui il diritto di voto sia stato esercitato dall'usufruttuario o dal creditore pignoratizio¹⁴.

¹² ASSONIME, Circolare n. 1 del 7 aprile 2016, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, op. cit., 37, specifica che gli spazi lasciati all'autonomia statutaria si giustificano sulla base delle caratteristiche proprie dell'istituto e del principio di parità di trattamento sancito all'art. 92 TUF.

¹³ GIAMPAOLINO, C. F., *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo*, in *Giurisprudenza Commerciale*, V, 2015, 797, il quale, con riferimento alla norma in esame, chiarisce che «tale disposizione, al fine di incentivare la quotazione, consente al socio che promuove l'offerta pubblica di azioni di riunire il tempo nel quale ha posseduto azioni prima della quotazione e dell'inserimento della clausola con quello successivo, al fine di consentire la maturazione delle condizioni della maggiorazione» e che essa però non avrebbe senso se lo statuto di società già quotata potesse prevedere, al momento dell'introduzione della maggiorazione, il computo anche del possesso anteriore all'introduzione della clausola.

¹⁴ MARCHETTI, P., *Osservazioni e materiali sul diritto di voto*, in *Rivista delle società*, 2-3, 2015, 459, sul tema chiarisce che «l'elemento che segna la continuità dell'appartenenza è rappresentato dalla permanenza del diritto di voto. Se l'usufruttuario e il creditore pignoratizio non hanno il diritto di voto, la continuità dell'appartenenza non viene meno. Naturalmente deve trattarsi di una conservazione "strutturale", vale a dire permanente cui corrisponde nel titolare del diritto parziario una caratteristica, un contenuto del diritto parziario (assenza di voto)»; ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, op. cit., 464, secondo cui «la titolarità del voto è una vera e propria pertinenza della partecipazione sociale funzionale alla valorizzazione della partecipazione di lungo termine dell'azionista».

Apportata la modifica statutaria, affinché operi la maggiorazione del voto, decorso del *vesting period*, gli azionisti devono chiedere di essere iscritti in un apposito elenco tenuto dalla società¹⁵. Il periodo utile inizia dunque a decorrere dal momento in cui avviene tale iscrizione, che è quindi presupposto per la legittimazione all'esercizio del voto maggiorato.

Nel caso, poi, di modifica dello statuto con cui viene prevista la maggiorazione del voto, l'art. 127-*quinquies*, comma 6, TUF esclude il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437 cod. civ. Tale previsione è stata considerata da alcuni l'aspetto più discutibile della disciplina in esame alla luce della considerazione per cui, ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett g), cod. civ., le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o partecipazione attribuiscono ai soci che non hanno concorso all'approvazione della relativa deliberazione il diritto di recedere¹⁶.

Maturati i presupposti per la maggiorazione del voto, l'art. 127-*quinquies*, comma 1, TUF stabilisce che «gli statuti possono prevedere che colui al quale spetta il diritto di voto possa irrevocabilmente rinunciare, in tutto in parte, al voto maggiorato». Sembrerebbe che sia rimessa all'autonomia statutaria la possibilità che il socio rinunci alla maggiorazione del proprio voto, ossia che senza tale previsione statutaria il beneficio della maggiorazione sarebbe da considerarsi perpetuo. Verosimilmente ciò che si è voluto rimettere l'autonomia statutaria è la facoltà di procedere alla rinuncia parziale delle azioni per le quali era stata richiesta l'iscrizione nell'apposito elenco¹⁷. Qualora il socio intenda

¹⁵ Si richiede dunque un'iniziativa da parte del socio interessato a differenza di quanto accade per le *loyalty shares* francesci; per ulteriori considerazioni sul tema MARCHETTI, P., *Osservazioni e materiali sul diritto di voto*, op. cit., 463-465.

¹⁶ GUIZZI, G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Il Corriere giuridico*, 2/2015, 1259; MARCHISIO, E., *La "Maggiorazione del voto" (art. 127 quinquies T.U.F.): récompense al socio "stabile" o trucage del solcio di controllo*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, I, 2015, 109.

¹⁷ MARCHETTI, P., *Osservazioni e materiali sul diritto di voto*, op. cit., 458 per il quale «verosimilmente, il valore nominativo dell'*opt in* sta proprio nella rinunziabilità parziale. Mi pare difficile, infatti, ritenere che senza previsione statutaria la maggiorazione di voto diventi una stigmata benefica potenzialmente (di successione in successione) perpetua. Nessuna caratteristica dell'azione, nessun diritto particolare, entro i limiti della permanenza del minimo comun denominatore dei tratti essenziali dell'azione, ha potenzialmente carattere perpetuo, essendo possibile una abdicazione per modifica statutaria. Nella fattispecie, ben più "forte" della categoria, è ammessa dunque una "rinunziabilità" non individuale, ma secondo le regole

riacquisire la maggiorazione del diritto di voto dovrà procedere alla nuova iscrizione nell'apposito elenco¹⁸. L'azionista potrà altresì richiedere la cancellazione dell'iscrizione dall'elenco durante il *vesting period*.

Meritano qualche accenno i casi in cui la maggiorazione viene meno e quelli in cui viene conservata. Essendo la maggiorazione del voto una caratteristica dell'azionista, questa viene meno in caso di cessioni a titolo gratuito o oneroso dell'azione. Sul punto, la legge fa riferimento a «cessione a titolo oneroso o gratuito», intendendosi qualsiasi tipologia di trasferimento tra cui, ad esempio, la donazione, il conferimento, la permuta. La cessione delle azioni che avviene dopo l'iscrizione nell'elenco speciale ma prima che siano decorsi almeno ventiquattro mesi comporta l'interruzione del periodo di maturazione della maggiorazione. Nel caso in cui, quindi, l'azionista proceda ad una nuova iscrizione il termine inizia a decorrere *ex novo*. Inoltre, nel caso di cessione parziale di azioni per cui l'iscrizione nell'elenco è avvenuta in momenti diversi, si ritiene operante la regola del c.d. *last in first out* (LIFO), in base alla quale viene considerata trasferita per prima la partecipazione iscritta più recentemente nell'apposito elenco, anche se appare ammissibile una diversa previsione nello statuto¹⁹.

Ai sensi dell'art. 127-*quinquies*, comma 3, TUF la maggiorazione, tuttavia, viene mantenuta se la titolarità delle azioni muta per effetto di cessione per causa di morte oppure per fusione o scissione, in quanto sussiste una "continuità sostanziale" tra il cedente e il cessionario. Nel primo caso questa deriva dall'esigenza di garantire continuità ai rapporti patrimoniali del defunto; nel secondo caso deriva dalla natura riorganizzativa dell'operazione di fusione o scissione²⁰. Questa previsione, tuttavia, potrebbe essere oggetto di elusioni²¹: si

dell'organizzazione. Ove non si tratti di categoria non può non trovare spazio la rinuncia individuale, tanto più allorché ciò cui si rinuncia (il voto maggiorato) nasce da un comportamento la (fedeltà) di chi ne è titolare».

¹⁸ MARCHETTI, P., *Osservazioni e materiali sul diritto di voto*, op. cit., 459; La Marca, E., *Azioni(sti) con voto maggiorato: primi spunti*, in *I battelli del Reno*, 26 novembre 2014, 7.

¹⁹ ASSONIME, Circolare n. 1 del 7 aprile 2016, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, op. cit. 41.

²⁰ ASSONIME, Circolare n. 10 del 7 aprile 2016, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, op. cit., 42. È opportuno chiedersi se tale valutazione di continuità sostanziale permetta di

pensi all'ipotesi in cui si proceda a una fusione appositamente per mantenere il doppio voto a seguito di trasferimento delle azioni. Applicare la regola generale contro i negozi in frode alla legge porrebbe, però, problemi di prova. Similmente, negli Stati Uniti il potenziamento del diritto di voto non si perde a seguito di fusioni o scissioni quando tali operazioni non hanno fini elusivi, c.d. *bona fide mergers*.

Introdotta, infine, il voto maggiorato, l'art. 127-*quinquies*, comma 8, TUF richiede, salvo diversa previsione statutaria, il computo della maggiorazione al fine della determinazione dei *quorum* costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote di capitale. In altri termini, i *quorum* vanno calcolati non più in riferimento alla percentuale di capitale detenuta dall'azionista, bensì in ragione del numero di voti allo stesso attribuiti. Ne consegue che, in caso di azioni a voto maggiorato, (i) quando si fa riferimento al "capitale totale" si deve prendere a riferimento il numero totale dei voti spettanti alle azioni emesse e (ii) quando si fa riferimento al "capitale rappresentato" si considera il numero totale dei voti spettanti alle azioni intervenute in assemblea.

3.2 Cenni sulle azioni a voto plurimo nel Codice Civile e nel TUF. Ai sensi del nuovo quarto comma dell'art. 2351 cod. civ., gli statuti di società chiuse possono prevedere l'emissione di azioni a voto plurimo, azioni cioè che attribuiscono sino a tre diritti di voto ciascuna anche esclusivamente per particolari argomenti o al verificarsi di condizioni non meramente potestative²².

conservare il beneficio della maggiorazione anche in ipotesi non ricomprese nella norma. In particolare, si ritiene che i trasferimenti effettuati mediante un patto di famiglia o a favore di un ente, quando i beneficiari siano eredi, sono assimilabili alla successione *mortis causa* e quindi non dovrebbero comportare la perdita del beneficio della maggiorazione.

²¹ VENTORUZZO, M., *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2015, 23. L'Autore scrive: «si immagina che la società X detiene da tre anni azioni a di Y che sono divenute a voto doppio. Se la X vuole cedere a un terzo, ad esempio la società K, senza perdere il voto doppio, è sufficiente scindere le azioni a una scatola vuota J di cui X è l'unico azionista, fondere per incorporazione J in K, e cedere a K o ai suoi soci le nuove azioni di K ottenute da X in concambio».

²² Per un'analisi approfondita delle azioni a voto plurimo ABBADESSA, P., *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a M. Libertini*, Milano, 2015; BUSANI, A., SAGLIOCCA M., *Le azioni non si contano, ma si "pesano": superato il principio del one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, op. cit.; MASSELLA DUCCI TERI, B., *Appunti in di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e*

Le azioni a voto plurimo sono state introdotte dal legislatore al fine di favorire la raccolta del capitale di rischio e gli investimenti azionari²³: il principale obiettivo è dunque quello di spingere le società alla quotazione²⁴.

Le azioni a voto plurimo, contrariamente a quelle a voto maggiorato, rappresentano una categoria speciale di azioni. Devono essere previste statutariamente e, se non già previste in sede di costituzione della società, la loro emissione dovrà essere deliberata dall'assemblea straordinaria attraverso la modifica dello statuto. A differenza di ciò che accade per il voto maggiorato, in assenza di una esplicita esclusione, si ritiene sussistente il diritto di recesso in capo ai soci assenti e dissenzianti ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g), cod. civ. nel caso di modifica dello statuto che introduce le azioni a voto plurimo²⁵.

Nell'ambito delle società quotate, l'art. 127-sexies, comma 1, TUF stabilisce che gli statuti non possono prevedere l'emissione di azioni a voto plurimo, in deroga a quanto stabilito dal citato art. 2351, comma 4, cod. civ.

prospettive applicative, op. cit.; SPOLIDORO, M. S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *www.fondazionecourmayeur.it*, 2014; POLLASTRO, I., *Voto plurimo e voto maggiorato: prime considerazioni su ricadute e prospettive*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2, 2015; MASSELLA DUCCI TERI, B., *Il Decreto Competitività: prime riflessioni sul voto plurimo*, in *Rivista del diritto commerciale*, II, 2014; FERRI JR, G., *Azioni a voto plurimo e voto maggiorato: profili tipologici*, in *Rivista del notariato*, LXIX, I, 2015; BIANCHI, L. A., *Le operazioni straordinarie e le operazioni sul capitale nelle società con azioni a voto plurimo o maggiorato*, nell'ambito del convegno "Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato" del 2 marzo 2015 organizzato dalla Fondazione Nazionale del Notariato; ASSONIME, Circolare n. 1 del 7 aprile 2016, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, op. cit.

²³ TEDESCHI, C., *Le azioni a voto plurimo e la maggioranza del diritto di voto*, in *Le Società*, 10, 2015, 1075, in cui «Con l'introduzione delle azioni a voto plurimo, il legislatore ha inteso favorire la raccolta del capitale di rischio e gli investimenti azionari, ampliando la gamma di azioni emettibili. In questo modo le imprese possono raccogliere risorse sul mercato, riconoscendo all'azionista un peso maggiore rispetto alla quantità di investimento effettuato».

²⁴ Sul tema BERTOLDI, B., *Forse opaco ma di certo utile al nostro tessuto industriale*, in *Il Sole 24 ore*, 5 agosto 2014; contrariamente ZINGALES, L., *Quel voto plurimo così opaco*, in *Il Sole 24 ore*, 1 agosto 2014; ZINGALES, L., *Il voto plurimo favorisce le "piramidi"*, in *Il Sole 24 ore*, 5 agosto 2014.

²⁵ GUIZZI, G., *La maggioranza del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Il Corriere giuridico*, op. cit., 159; LIBERTINI, M, ANGELICI, C, *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Rivista di diritto societario*, 2015, 800; ABBADESSA, P., *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a M. Libertini*, op. cit., 7; POLLASTRO, I., *Voto plurimo e voto maggiorato: prime considerazioni su ricadute e prospettive*, op. cit., 49.

Tale divieto non è, tuttavia, assoluto. L'art. 127-*sexies*, comma 2, TUF prevede la possibilità per le società quotate di mantenere le azioni a voto plurimo emesse precedentemente alla quotazione, che conserveranno stesse caratteristiche e diritti.

Le società quotate possono, inoltre, emettere azioni a voto plurimo al fine di mantenere invariato il rapporto tra le categorie azionarie, ma esclusivamente nelle tre ipotesi disciplinate all'art. 127-*sexies*, comma 2, TUF: (i) aumento gratuito di capitale sociale; (ii) aumento a pagamento senza esclusione o limitazione del diritto di opzione; (iii) fusione o scissione. In questo modo, si è voluto mantenere «*l'effetto benefico del voto plurimo e consentire di conservare inalterato il privilegio, garantendo i diritti acquisiti prima della quotazione e impedendo la diluizione del potere derivante dalla partecipazione*»²⁶. La possibilità di emettere azioni a voto plurimo da parte di società quotate risponde, dunque, all'esigenza di mantenere inalterato il rapporto tra categorie azionarie²⁷.

Nel caso di circolazione di azioni a voto plurimo, a differenza delle azioni a voto maggiorato, il privilegio del voto triplo si trasferisce all'acquirente, in quanto i diritti appartengono all'azione geneticamente.

In Italia, le azioni a voto plurimo sono state emesse dalla società F.I.L.A. – Fabbrica Italiana Lapis ed Affini S.p.A., la cui quotazione è avvenuta nel 2015 attraverso lo *special purpose acquisition vehicle* Space S.p.A. con la quale si è fusa per incorporazione nel giugno dello stesso anno. La società ha introdotto tale categoria azionaria, attribuendo le nuove azioni al solo azionista di

²⁶ TEDESCHI, C., *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*, op. cit., 1077. L'Autore sostiene che la facoltà di mantenere le azioni a voto plurimo *post*-quotazione potrebbe dar luogo a usi distorsivi: è il caso dell'emissioni di tali azioni in prossimità della quotazione al fine di rafforzare il potere di alcuni azionisti in vista della quotazione stessa; LIBERTINI, M., Intervento al seminario su voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA tenutosi a Roma, presso la Facoltà di giurisprudenza dell'Università "La Sapienza" il 7 novembre 2014, in *Giurisprudenza commerciale*, 2015, 246/l, in cui si interroga sulla possibilità di utilizzare il voto maggiorato nell'ambito di società chiuse: «se si può utilizzare il voto plurimo, non vedo perché non si potrebbe utilizzare il voto maggiorato anche all'interno delle società chiuse, attraverso una interpretazione sistematica. È chiaro che l'interesse non è lo stesso, però sul piano dell'autonomia statutaria non vedrei difficoltà a farlo».

²⁷ ASSONIME, Circolare n. 10 del 7 aprile 2016, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, op. cit., 32.

maggioranza Pencil S.p.A., al fine di assicurargli un diritto di voto potenziato in vista della quotazione.

Con le azioni a voto triplo un azionista può ottenere il controllo della società con meno del 17% del capitale; se sussistono, però, anche azioni a voto limitato la società può essere controllata con il 12,5% + 1 del capitale sociale²⁸.

3.3 La *dual-class structure* negli Stati Uniti. Negli Stati Uniti, invece, le società possono emettere azioni a voto multiplo a partire dal 1974, allorché l'operatività del principio di proporzionalità è stata sottoposta alla possibilità di una diversa previsione nell'atto costitutivo: il principio *one share-one vote* da regola tassativa diventava regola di *default*²⁹. Tra le prime società a introdurre un'ulteriore categoria di azioni a voto multiplo vi furono nel corso degli anni ottanta la General Cinema Corporation e la General Motors. Tuttavia, persistevano politiche diverse tra le tre borse valori, NYSE, NASD e AMEX.

Negli anni ottanta il NYSE prevedeva ancora delle restrizioni in materia non operanti per le altre due borse valori, tant'è che nel 1985 richiese alla *Securities and Exchange Commission* (SEC) la possibilità di attuare limiti meno stringenti al fine di essere competitivo con il NASD e l'AMEX³⁰. La SEC non accolse la richiesta del NYSE, adottando nel 1988 la Rule 19c-4 che fu abrogata due anni più tardi dalla Corte d'Appello del *District of Columbia* per eccesso di potere da parte della SEC³¹. A partire dagli anni novanta le società hanno potuto liberamente introdurre ulteriori classi di azioni, anche a voto multiplo, quotandosi indifferentemente sulle tre borse.

²⁸ VENTORUZZO, M., *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2015, 522. La non operatività del limite all'emissione delle azioni a voto plurimo pari al 50% del capitale sociale riduce, quindi, drasticamente la percentuale di capitale che può essere detenuta per controllare la società (dal 25% al 17%); MASSELLA DUCCI TERI, B., *Il Decreto Competitività: prime riflessioni sul voto plurimo*, op. cit., 470.

²⁹ Delaware Code, tit. 8, sez. 202(a), 1974, in cui «unless otherwise provided in the certificate of incorporation each stockholder shall be entitled to 1 vote for each share of capoitall stock held by such stockholder».

³⁰ STERNGOLD, J., *Big board ends equal vote rule*, in *New York Times*, 1986.

³¹ BAINBRIDGE, S. M., *The short life and resurrection of SEC Rule 19c-4*, in *Washington University Law Review*, 1991, 567.

Attualmente ciascuna società, purché lo preveda lo statuto, può modulare il rapporto tra azioni e diritti che esse attribuiscono nella maniera più diversificata.

Data l'assenza di limiti numerici, le azioni possono attribuire anche dieci o più diritti di voto prendendo il nome di *super-voting shares*, azioni alquanto comuni nelle società quotate americane.

Le società americane emettono, tendenzialmente, azioni a voto multiplo in sede di prima quotazione (*Initial Public Offering* o *IPO*) con l'obiettivo di mantenere il controllo senza la necessità di effettuare ulteriori ingenti investimenti³². È stato il caso, ad esempio, dei due colossi Google e Facebook i quali hanno introdotto *super-voting shares* in sede di IPO, rispettivamente, nel 2004 e 2012.

Particolare è stata la recente quotazione di Snap Inc. avvenuta nel 2017 in cui sono state offerte al mercato esclusivamente azioni prive del diritto di voto. La società, prima della quotazione, ha previsto tre categorie azionarie: *super-voting shares* detenute dagli azionisti di controllo, azioni ordinarie detenute dagli azionisti e azioni prive del diritto di voto da emettersi in sede di IPO sottoscrivibili solo dai nuovi investitori³³. Grazie alle *super-voting shares*, post-IPO i fondatori esercitavano l'89% dei diritti di voto in assemblea, detenendo il 36% del capitale sociale.

La grande autonomia che la disciplina normativa statunitense riconosce agli statuti delle società di modulare disparatamente le categorie azionarie ha fatto sì che alcune società, tra cui Alibaba Group, operassero il *delisting* dalla propria borsa per quotarsi sul NYSE, sul NASDAQ o sull'AMEX. Alibaba, quotata sulla borsa di Hong Kong, maggiormente restrittiva in tema di azioni a voto multiplo, ha deciso nel 2014 di quotarsi sul NYSE, introducendo azioni *dual class*³⁴.

³² GOMPERS, P. A., ISHII, J., METRICK, A., *Extreme governance: an analysis of dual-class firms in the United States*, The Harvard Business School working paper, 2008, 15.

³³ BEBCHUK, L. A., KASTIEL, K., *The perils of small-minority controllers*, op.cit., 22.

³⁴ HUANG, F., *New York vs. Hong Kong – A burst of regulatory competition: the listing of Alibaba*, in www.ssrn.com, 2015, 5.

4. Il rafforzamento del controllo derivante dal voto multiplo. 4.1

Effetti endosocietari. Dalla separazione tra rischio e potere conseguono alcuni possibili effetti. Da un lato, gli azionisti che hanno una partecipazione duratura nella società hanno più possibilità e interesse a monitorare il *management*, anche a tutela degli interessi degli altri azionisti, la cui partecipazione è così esigua da non permettere poteri in tal senso; dall'altro, tale continuità permetterebbe loro di influenzare l'indirizzo della società incrementando, fra l'altro, il rischio di estrazione di benefici privati a danno della minoranza³⁵. Infine, la stabilità del controllo ha un effetto protettivo: impedisce la possibilità di scalate ostili e garantisce il mantenimento del controllo in sede di quotazione³⁶.

L'impatto di tale meccanismo di rafforzamento del controllo è certamente differente se operante nelle società italiane o in quelle statunitensi. Gli effetti negativi che possono derivare dalla sua implementazione hanno un impatto potenzialmente maggiore nel sistema italiano, caratterizzato da società per lo più a controllo familiare o dove il pacchetto di controllo è nelle mani di un solo azionista; mentre, nella *public company* statunitense, caratterizzata da un'ampia dispersione della proprietà e, dunque, dalla presenza di tanti piccoli investitori, un tale meccanismo di rafforzamento del controllo è meno dannoso.

Si aggiunga che in tale sistema di *dispersed ownership* tipico del mercato statunitense, mancando un azionista di riferimento, c'è una traslazione, di fatto, del potere in mano ai *managers* secondo quanto indicato già da Berle e Means, per i quali notoriamente la "*separation of ownership and control*" è la principale ragione dei problemi di agenzia poiché, in assenza di un monitoraggio da parte degli azionisti sui *managers*, il potere *de facto* di questi ultimi aumenta e si rafforza³⁷. Da qui la maggiore probabilità che i *managers* compiano operazioni

³⁵ POLLASTRO, I., *Voto plurimo e voto maggiorato: prime considerazioni su ricadute e prospettive*, 66; LAMANDINI, M., *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, Intervento al Convegno di studio su Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati, Courmayeur, settembre 2014.

³⁶ È il caso, ad esempio, delle richiamate società F.I.L.A. – Fabbrica Italiana Lapis ed Affini S.p.A. in Italia e Google e Facebook negli Stati Uniti.

³⁷ BERLE, A. A. e MEANS, G. C., *The modern corporation and private property*, Edizione Rivistata, 1968, 207.

dannose per la società e per gli azionisti di minoranza rispetto al caso in cui la proprietà sia concentrata.

Le conseguenze derivanti dall'introduzione di forme di potenziamento del voto si amplificano nel caso in cui queste coesistano con altri meccanismi di rafforzamento del controllo, quali, ad esempio, le azioni prive del diritto di voto, i gruppi piramidali o patti parasociali³⁸.

Merita osservare come, di fatto, il voto multiplo produca dei risultati simili alle strutture piramidali che però risultano essere tra i meccanismi di rafforzamento del controllo privilegiati dai gruppi societari italiani, seppur via via in minor misura, e europei³⁹.

Sebbene, tuttavia, il voto multiplo non sia utilizzato diffusamente, il suo impiego in Italia aumenta gradualmente. Merita segnalare come negli ultimi anni si sia registrata una diminuzione dell'utilizzo di alcuni altri meccanismi di rafforzamento del controllo da parte delle società italiane quotate: in particolare, nel 2016 le società aventi una struttura piramidale erano il 2,8%, rispetto al 2,2% nel 2011 ma al 3,3% nel 1998; le società adottanti le azioni prive del diritto di voto erano il 7,8% nel 2016, il 14,2% nel 2011 e il 32,4% nel 1998⁴⁰.

Negli Stati Uniti, a partire dalla quotazione di Google con contestuale introduzione di una *dual-class structure*, sono aumentate le società statunitensi che hanno attuato un simile meccanismo: nel 2017 il 22% di tutte le società quotate, rispetto all'1% nel 2005⁴¹. Tale fenomeno è maggiormente diffuso nel settore *high-tech*, dove vi ricorrono società quali Dropbox, Facebook, Groupon, Expedia, LinkedIn, Snap, TripAdvisor, Zillow e Zinga. Più diffusi sono, però, i patti parasociali e la rappresentanza non proporzionale nel *board*, mentre la

³⁸ Sulla coesistenza tra gruppi piramidali e azioni a voto multiplo negli Stati Uniti ALMEIDA, H. V. E WOLFENZON, D., *A theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups*, in *The Journal of Finance*, Vol. LXI, n. 6, 2006, 2637.

³⁹ SHERMAN & STERLING LLP, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, External study commissioned by the European Commission, Institutional Shareholder Services (ISS) and European Corporate Governance Institute (ECGI), 2007, 8.

⁴⁰ CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, op. cit., 8, «overall, the average wedge in Italian listed companies resorting to non-voting shares and/or to pyramidal groups is 17.2%, i.e. two percentage points lower than its 2014 level. Firms in the financial sector display a lower wedge than other firms».

⁴¹ BEBCHUK, L. A., KASTIEL, K., *The perils of small-minority controllers*, in *Georgetown Law Journal*, March 2018, 10.

struttura piramidale è scarsamente utilizzata – se non in alcune delle rare società a controllo familiare⁴².

4.2 L’impatto sulle scelte degli investitori istituzionali. In Italia, non sono mancate le preoccupazioni in occasione dell’introduzione di un siffatto meccanismo di separazione tra rischio e potere, vedendolo quale strumento volto esclusivamente a blindare il controllo e allontanare gli investitori sia istituzionali, sia *retail*.

La scarsa utilizzazione del voto maggiorato e del voto plurimo è la prova della diffidenza da parte degli investitori. Solamente 33 società italiane quotate hanno previsto il voto maggiorato e esclusivamente una il voto plurimo⁴³. Peraltro, l’adozione di tali strumenti ha interessato in prevalenza società di piccole dimensioni, operanti nel settore industriale e caratterizzate dal controllo familiare⁴⁴.

Nella *public companies* statunitensi si è tendenzialmente sempre registrato un diffuso disinteresse per la vita della società da parte dei numerosi investitori che detengono minime porzioni di capitale sociale e la cui strategia è quella di investire contemporaneamente in molte società, in ciascuna per esigue percentuali di capitale, con l’obiettivo di ottenere profitti nel breve termine. A testimonianza di ciò, gli studi empirici mostravano come la presenza di azioni a voto multiplo non abbia inciso in maniera rilevante sulle scelte degli investitori⁴⁵.

⁴² ALMEIDA, H. V., WOLFENZON, D., *A theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups*, op. cit., 2637.

⁴³ CONSOB, *Report on corporate governance of intalian listed companies*, op. cit., 4 e 8.

⁴⁴ CONSOB, *Report on corporate governance of intalian listed companies*, op. cit., 4.

⁴⁵ PARTCH, M. M., *The Creation of a class of limited voting common stock and shareholder wealth*, in *Journal of Financial Economics*, n. 18, 1987, 339, ha analizzato 44 ricapitalizzazioni tra il 1962 e il 1984 ricavando che non c’è stato un mutamento del benessere degli azionisti dovuto all’introduzione di una *dual-class*; JARREL, G. A., POULSEN, A. B., *Dual Class recapitalizations as antitakeover mechanisms: the recent evidence*, in *Journal of Financial Economics*, n. 20, 1988, 2, ha analizzato 94 società individuando un andamento negativo del rendimento (-0,82%) delle società ricapitalizzate; DIMITROV, V. e JAIN, P. C., *Recapitalization of one class of common stock into dual-class: growth and long-run stock returns*, *Journal of Corporate Finance*, n. 12, 2006, 342, hanno studiato 178 ricapitalizzazioni tra il 1979 e il 1988 individuando, nei tre giorni successivi alla ricapitalizzazione, un rendimento non significativo del -0,06%; contrariamente LI, K., ORTIZ-MOLINA, H., e ZHAO, X., *Do voting rights affect institutional investemnt decisions? Evidence from Dual-Class Firms*, in www.ssrn.com, 2007, 11, hanno analizzato le modalità di investimento in 2.694 società tra il 1995 e il 2002 arrivando alla

Tuttavia, recentemente si è registrato il malcontento degli investitori statunitensi per la *dual-class structure*. In particolare, alcuni fondi comuni di investimento e fondi pensione pubblici, quali Fidelity, Vanguard, CalPERS, CalSTRS, hanno predisposto delle linee guida che si oppongono alla *dual-class structure*⁴⁶. Inoltre, il Council of Institutional Investors (CII) ha fatto pressione sulle borse statunitensi perché prevedano dei limiti all'utilizzo del meccanismo, dichiarato imperfetto e rischioso nel lungo periodo⁴⁷.

Si richiede, in generale, quantomeno maggiore trasparenza da parte delle società quotate statunitensi su come le partecipazioni dei maggiori azionisti possano variare a seguito dell'introduzione di meccanismi che rafforzino il controllo, al fine di evitare eccessivi costi di ricerca e disparità in capo e tra gli investitori⁴⁸.

Anche negli Stati Uniti la *dual-class structure* opera principalmente nelle poche società a controllo familiare o a proprietà maggiormente concentrata⁴⁹, spesso di quotazione recente.

5. Conclusioni. In Italia, il voto multiplo è certamente un meccanismo che crea allarme, tanto più in quanto esclude il diritto di recesso a favore degli azionisti di minoranza.

conclusione per cui gli investitori siano maggiormente propensi a investire nelle società con *dual-class structure* e ciò potrebbe giustificarsi alla luce della circostanza per cui in queste ultime, quantomeno sul piano teorico, dovrebbero caratterizzarsi per una gestione più prudente e, quindi, per una maggiore probabilità di ottenere profitti nel breve termine da parte degli investitori stessi.

⁴⁶ Vanguard, *Proxy Voting Guidelines*, in www.about.vanguard.com/vanguard-proxy-voting/voting-guidelines, 2016, ove “[w]e are opposed to dual-class capitalization structures that provide disparate voting rights to different groups of shareholders with similar economic investments”; Fidelity Investments, *Corporate Governance and Proxy Guidelines*, in www.fidelity.com/about-fidelity/fidelity-by-numbers/fmr/proxy-guidelines, 2016, in cui Fidelity si dichiara espressamente a favore del *one share-one vote*; California Public Employees’ Retirement System, *Statement of Investment Policy for Global Governance 12*, in www.calpers.ca.gov/docs/policy-global-governance.pdf, 2015, “[a]ll investors must be treated equitably and upon the principle of one-share/one-vote”.

⁴⁷ BEBCHUK, L. A., KASTIEL, K., *The perils of small-minority controllers*, op.cit., 11.

⁴⁸ BEBCHUK, L. A., KASTIEL, K., *The perils of small-minority controllers*, op.cit., 42.

⁴⁹ Per ulteriori approfondimenti ANDERSON, R. C., REEB, D. M., *Founding family ownership and firm performance*, in www.ssrn.com, 2001; ANDERSON, R. C., REEB, D. M., *Founding-family ownership, corporate diversification, and firm leverage*, in *Journal of Law and Economics*, vol. XLVI, 2003; MILLER, D., LE BRETON-MILLER, I., LESTER, R. H., CANNELLA JR., A. A., *Are family firms really superior performers?*, in *Journal of Corporate Finance*, 2007.

Il legislatore italiano forse non poteva esimersi dall'introdurre il meccanismo per rendere competitivo il nostro ordinamento con altri Stati europei , quali Francia, Olanda, Svezia, Finlandia, Islanda, Norvegia, che prevedono da tempo la possibilità di potenziare il diritto di voto. La fuga di FCA dall'Italia è stata, in parte, probabilmente dovuta all'assenza del voto multiplo.

Dato che la maggiorazione non produce effetti distorsivi peggiori di quelli che si creano con l'utilizzo di altri meccanismi di rafforzamento del controllo, la previsione del diritto di recesso a favore degli azionisti di minoranza in sede di introduzione avrebbe probabilmente evitato la diffidenza che si registra nel mercato italiano.

Il rafforzamento del diritto di voto ha certamente un impatto meno problematico nel sistema statunitense delle *public companies*, seppur potenzialmente rischioso. È utilizzato dalle poche società che hanno un centro di controllo familiare o in mano a una ristretta cerchia di azionisti per proteggersi da scalate ostili.

Si è assistito, però, a un cambio di rotta da parte degli investitori istituzionali: dal disinteresse al timore per questo meccanismo, con la richiesta di introduzione di limiti al suo utilizzo.

La SEC ha avviato un progetto di consultazione che pare voler tener conto della richiesta di assicurare maggiore trasparenza nel caso in cui la società presenti una struttura *dual-class*⁵⁰.

Certo è che la recente richiesta di limitare l'operatività del voto multiplo anche negli Stati Uniti dimostra come questo strumento di rafforzamento del controllo, se non adeguatamente costretto entro limiti normativi ben precisi e con adeguata tutela per le minoranze, appaia rischioso per gli investitori. Un rischio ancora maggiore nel mercato italiano, caratterizzato da un ampio numero di società a proprietà concentrata.

⁵⁰ Securities and Exchange Commission, Investor Advisory Committee, *Discussion Draft Re: Dual Class and Other Entrenching Governance Structures in Public Companies*, disponibile in www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/discussion-draft-dual-class-recommendation-iac-120717.pdf, dicembre 2017.