

Il principio di proporzionalità del voto nelle Società per Azioni: deroghe statutarie ed extrastatutarie

di Emanuele Coraggio

ABSTRACT

This paper analyzes the structure and the function of voting right within public companies, as well as its founding principle, which is the proportionality principle between share and vote.

The latter can be considered in particular one the most important expressions of the wider proportionality principle between power and risk in the company and manifests itself in the "one share, one vote" rule. Besides, the paper studies the major cases of derogation of this rule in the framework of statutory and extra-statutory autonomy.

SINTESI

Il presente lavoro analizza la struttura e la funzione del diritto di voto all'interno delle S.p.A., nonché il principio su cui ne è costruita la disciplina legale, ossia il principio di proporzionalità fra partecipazione sociale e voto.

Quest'ultimo, in particolare, può considerarsi una delle massime espressioni del più ampio principio di proporzionalità fra potere e rischio nell'impresa e concretamente si manifesta nella regola "un'azione, un voto". Il lavoro in particolare evidenzia i più importanti casi di deroga a questo principio nel quadro dell'autonomia statutaria ed extrastatutaria.

SOMMARIO: 1. Introduzione – 2. Il diritto di voto nelle S.p.A. e il fondamento della sua disciplina legale: un inquadramento sistematico del principio di proporzionalità – 3. Le legittime disuguaglianze soggettive fra i soci e le azioni quali fondamentale "criterio di giustizia" endosocietario – 4. L'originaria formulazione della regola "un'azione, un voto" e una deroga risalente: le azioni privilegiate a voto limitato – 5. Il declino del sistema *one-share, one-vote* nell'ordinamento italiano, con particolare riguardo alla riforma del diritto societario del 2003 – 6. Azioni speciali e principio di proporzionalità: la *summa divisio* fra deroghe "verso il basso" e "verso l'alto" – 6.1. *Le azioni a voto sottoproporzionale e il limite inderogabile della metà del capitale sociale come «baluardo della tradizionale ricostruzione del sistema delle società a base capitalistica»* – 6.2. *Le azioni a voto plurimo e i nuovi limiti dell'autonomia statutaria in seguito al D.l. n.91/2014* – 7. Le clausole di contingentamento, scaglionamento e maggiorazione del voto: fra sistemi di voto e categorie speciali di azioni – 8. Le tecniche extrastatutarie di deviazione dal principio di proporzionalità: la scomposizione fra *economic* e *voting ownership* della partecipazione azionaria – 8.1. *La vendita del voto: i contrastanti orientamenti dottrinari e la posizione della Suprema Corte nel caso Palasciano c. Flego* – 8.2. *Lo share borrowing e il suo peculiare impiego nel record date system* – 8.3. *Gli equity swaps e il loro articolato meccanismo di "svuotamento" del voto* – 8.4.

La opzioni put e call: operazioni di acquisto e di vendita ed empty voting – 9.
Conclusioni

1. Introduzione

Nello studio delle società per azioni l'analisi della disciplina delle partecipazioni azionarie occupa senz'altro una posizione di primaria importanza ed in seno a quest'ultima è a sua volta essenziale quella del diritto di voto, quale fondamentale diritto amministrativo dei soci. Scopo del presente scritto è, appunto, da una parte esaminare quali siano le coordinate di fondo su cui il nostro legislatore ha costruito la disciplina del diritto di voto nelle S.p.A., con particolare riguardo al principio di proporzionalità sancito dall'art. 2351, co. 1, c.c., e dall'altra indagare le principali forme e modalità attraverso cui ai privati è consentito derogare a un siffatto sistema legislativo. Nel fare ciò, in particolare, si è ritenuto opportuno distinguere da un punto di vista sistematico fra deroghe statutarie ed extrastatutarie alla *one-share, one-vote rule*: nell'ambito delle prime ci si è soffermati essenzialmente sulle categorie speciali di azioni a voto non proporzionale e sulle c.d. clausole di voto (*i.e.* di contingentamento, scaglionamento e maggiorazione); alle seconde, invece, sono ascrivibili un insieme eterogeneo di strumenti giuridici, alcuni dei quali particolarmente diffusi nella prassi societaria e finanziaria anche internazionale (*e.g.* *share borrowing* e *equity swaps*).

2. Il diritto di voto nelle S.p.A. e il fondamento della sua disciplina legale: un inquadramento sistematico del principio di proporzionalità

In primo luogo, dunque, pare opportuno ricordare che il diritto di voto nelle assemblee sociali rappresenta il principale strumento a disposizione degli azionisti per concorrere alla formazione della volontà sociale: sia direttamente, partecipando alle deliberazioni assembleari attinenti all'organizzazione dell'attività sociale, sia indirettamente, partecipando alla nomina e alla revoca

degli amministratori.¹ A ben vedere questo diritto costituisce una delle manifestazioni più evidenti del carattere oggettivo del principio di uguaglianza dei diritti incorporati nelle azioni.² Esso, infatti, insieme ad altri diritti sociali, come quello agli utili e alla quota di liquidazione, non a caso definiti “accrescibili” o “cumulabili”,³ risulta determinato nella sua estensione dal numero complessivo di azioni possedute dal socio. Ciò risulta particolarmente chiaro analizzando il tenore letterale dell’art. 2351, co. 1, c.c., alla stregua del quale “ogni azione attribuisce il diritto di voto”. Come è noto, il fondamento implicitamente richiamato dalla disposizione, a cui il legislatore informa la disciplina del diritto di voto, è il principio di proporzionalità: esso in particolare postula l’uguaglianza fra le partecipazioni sociali possedute e i voti esprimibili nelle assemblee sociali. Autorevole dottrina ha sottolineato, tuttavia, che l’addentellato normativo su cui è costruito il suddetto principio non si esaurisce nella norma citata, dal momento che esso emergerebbe anzitutto dal combinato disposto di altre disposizioni contenute nello stesso art. 2351 c.c.:⁴ ci si riferisce in particolare – essendo venuto meno il divieto di emettere azioni a voto plurimo – al limite sancito dal secondo comma, in forza del quale le azioni a voto non pieno non devono superare la metà del capitale sociale. In secondo luogo, esso emergerebbe altresì dalla circostanza di essere stato impiegato dal legislatore in altre disposizioni relative alla disciplina dei diritti degli azionisti: si pensi al già citato diritto agli utili e alla quota di liquidazione (art. 2350, co. 1), o al diritto alla liquidazione delle azioni in caso di recesso (art. 2437-ter), o ancora al diritto di opzione (art. 2441) e di assegnazione gratuita delle azioni (art. 2442).⁵

Com’è stato correttamente affermato, inoltre, il suddetto principio rappresenta

¹ M. CIAN, *Manuale di diritto commerciale*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2016, pp. 384 e ss..

² Sul punto si vedano A. GRAZIANI - G. MINERVINI - U. BELVISO - V. SANTORO, *Manuale di diritto commerciale*, CEDAM, Padova, 2013, p. 239, che preferiscono parlare di “principio di parità di trattamento” quale principio informatore della disciplina del diritto di voto.

³ In tal senso si esprime G. D’ATTORRE, *Il principio di uguaglianza tra i soci nelle società per azioni*, Giuffrè Editore, Milano, 2007, p. 141.

⁴ A. ANGELILLIS e M.L. VITALI, *sub art. 2351*, in *Commentario alla riforma delle società*, Egea, Milano, 2008, p. 397.

⁵ A. ANGELILLIS e M.L. VITALI, *op. cit.*, p. 397.

la “massima espressione” di quello più ampio di proporzionalità fra potere e rischio nell’impresa,⁶ operante non solo “a valle”, cioè in sede di disciplina del diritto di voto, ma anche “a monte”, ossia in sede di assegnazione delle azioni, che salvo diversa previsione statutaria devono essere proporzionali alla parte di capitale sottoscritta, ai sensi dell’art. 2346, co. 4, c.c..⁷ Esso, inoltre, permeerebbe la stessa struttura della partecipazione azionaria, se si accoglie quella tesi che dal principio di indivisibilità delle azioni, sancito *apertis verbis* dall’art. 2347, co. 1, c.c., distingue quello dell’inscindibilità dei diritti sociali, che non potrebbero mai rientrare nella titolarità di soggetti diversi.⁸

La relazione fra potere e rischio nell’impresa a sua volta richiama uno degli assiomi su cui sono fondate non solo le società per azioni, ma in generale tutte le società di capitali: trattasi del principio plutocratico (anche detto “capitalistico” per l’appunto),⁹ sulla base del quale il potere all’interno di queste società va distribuito in misura proporzionale alla quantità di ricchezza investita e, quindi, gravata dal rischio d’impresa.¹⁰

3. Le legittime disuguaglianze soggettive fra i soci e le azioni quali fondamentale “criterio di giustizia” endosocietario

Fondamentale conseguenza della applicazione del principio di proporzionalità al diritto di voto è la creazione all’interno delle S.p.A. di situazioni di

⁶ Così A. POMELLI, *Rischio d’impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, III, 2008, pp. 510 e ss.. In senso analogo si vedano: G. D’ATTORRE, *op. cit.*, pp. 146 e ss.; L. GENGHINI e P. SIMONETTI, *Le società di persone*, CEDAM, Padova, 2012, p. 29; M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Rivista del notariato*, 2014, pp. 921 e ss.; sul punto si veda anche M. CIAN, *op. cit.*, pp. 384 e ss., che evidenzia come l’azione oltre a costituire “unità di investimento” sia anche “unità di potere” all’interno della società.

⁷ G. D’ATTORRE, *op. cit.*, p. 141.

⁸ G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, II, UTET, Torino, 2013, p. 202, nt. 5; L. GENGHINI e P. SIMONETTI, *Le società di capitali e le cooperative*, CEDAM, Padova, 2015, p. 173; G. VISENTINI, voce *Azioni di società*, in *Enc. dir.*, IV, Giuffrè Editore, Milano, 1959, p. 974.

⁹ G.P. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella s.p.a.*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2011, *passim*; M. CIAN, *op. cit.*, pp. 384 e ss..

¹⁰ Per il concetto di rischio d’impresa si veda V. BUONOCORE, *L’impresa*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da V. BUONOCORE, II, G. Giappichelli Editore, Torino, 2002, pp. 222 e ss..

disuguaglianza soggettiva fra i soci. Supponendo, infatti, che il capitale sociale sia posseduto per il 60% da un azionista di maggioranza e per il rimanente 40% da tanti azionisti di minoranza, il primo si verrebbe a trovare senza dubbio in una situazione di predominio pressoché indiscusso, avendo il potere di controllare la società attraverso la maggioranza assoluta dei voti esprimibili nelle assemblee sociali. Si tratta, inoltre, come è stato correttamente evidenziato, di disuguaglianze soggettive “perfettamente legittime e giuste”, proprio in quanto conformi al superiore principio capitalistico.¹¹ In dottrina, in effetti, vi è anche chi ha sottolineato che anziché parlare di disuguaglianze soggettive, espressione che potrebbe apparire come uno “sgradevole” riferimento a discriminazioni e disparità all’interno della società, sarebbe più corretto adoperare la formula di “eguaglianza proporzionale tra gli azionisti”, ovvero di “parità relativa degli azionisti”.¹² Nel primo caso il riferimento palese è alla circostanza che il diritto di voto viene attribuito agli azionisti in maniera proporzionale alle azioni possedute; nel secondo caso, d’altra parte, altrettanto palese è il richiamo al principio di uguaglianza dei diritti incorporati nelle azioni e in particolare del diritto di voto, nella misura in cui quest’ultimo dipende direttamente dal numero di azioni possedute da ciascun azionista.

È doveroso evidenziare, inoltre, che secondo la ricostruzione appena descritta il fondamentale “criterio di giustizia” che informa i rapporti fra soci è costituito dalle azioni,¹³ che assolverebbero a due funzioni essenziali. In primo luogo rendere legittime unicamente le disuguaglianze fondate sul dato astratto e impersonale della categoria azionaria e non anche quelle fondate su criteri differenti, per esempio di natura personalistica. A questo proposito, peraltro, vale

¹¹ Così G.F. CAMPOBASSO, *Diritto delle società*, cit., p. 206. Nello stesso senso si vedano: N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, IV, CEDAM, Padova, 2010, pp. 237 e ss.; A. ANGELILLIS e M.L. VITALI, *op. cit.*, p. 392.

¹² Così G. D’ATTORRE, *op. cit.*, pp. 139 e ss..

¹³ *Ibid.*; sul punto si vedano pure: F. D’ALESSANDRO, *La seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1987, p. 4; F.M. MUCCIARELLI, *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2004, pp. 184 e ss.; G. PASETTI, *Parità di trattamento e autonomia privata*, CEDAM, Padova, 1970, p. 7.

la pena sottolineare che la consacrazione della categoria azionaria quale criterio impersonale di differenziazione tra le posizioni dei soci rappresenta un tratto distintivo del tipo S.p.A. rispetto agli altri tipi sociali; dopo la riforma del diritto societario del 2003, in particolare, esso segna ancor di più uno “spartiacque” rispetto alla disciplina della società a responsabilità limitata.¹⁴ Con riguardo a quest’ultima, infatti, la legge contempla espressamente la possibilità di attribuire particolari diritti “a singoli soci”¹⁵ in ragione del concreto rilievo della loro persona, laddove non consente di creare “categorie di quote” incorporanti particolari diritti o doveri, destinati a trasferirsi in capo ai successivi acquirenti delle stesse:¹⁶ in tal caso, dunque, la legge opera in maniera diametralmente opposta a quanto avviene in sede di disciplina del tipo S.p.A..¹⁷ Merita di essere accolta, pertanto, la tesi prospettata in dottrina che esclude in radice l’ammissibilità dei c.d. diritti individuali convenzionali degli azionisti, sul fondamentale rilievo che «la società per azioni conosce e si rapporta con le

¹⁴ Così N. ABRIANI, *Sub art. 2348*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. COTTINO - G. BONFANTE - O. CAGNASCO - P. MONTALENTI, Zanichelli Editore, Bologna, 2004, pp. 263 e ss.; *Id.*, *Le azioni, cit.*, pp. 242 e ss..

¹⁵ Cfr. art. 2468, co. 3, c.c..

¹⁶ In tal senso si esprime la dottrina maggioritaria ed in particolare si vedano: A. DACCÒ, *I diritti particolari del socio nelle s.r.l.*, in G.F. CAMPOBASSO, *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum, III, UTET, Torino, 2007, p. 407; R. SANTAGATA, *I diritti particolari dei soci*, in *S.r.l., Commentario*, dedicato a G.B. PORTALE, Giuffrè Editore, Milano, 2011, p. 287. Tuttavia si veda *contra*: A. BLANDINI, *Categorie di quote, categorie di soci*, Giuffrè Editore, Milano, 2009, pp. 57 e ss..

¹⁷ È appena il caso di segnalare in questa sede che alcuni recenti interventi normativi, e precisamente il D.l. 24 aprile 2017 n.50, convertito nella l. 21 giugno 2017 n.96, hanno esteso la disciplina precedentemente destinata alle sole *start-up* e PMI innovative a tutte le S.r.L. che posseggono i requisiti di legge per poter essere qualificate PMI. La normativa *de qua*, in particolare, contempla numerose deroghe alla disciplina di diritto comune, fra cui la possibilità di prevedere in atto costitutivo la creazione di categorie speciali di quote. Ebbene, pare potersi affermare che ad oggi la suindicata differenza tipologica fra S.p.A. e S.r.L. abbia visto restringere di molto il proprio perimetro, essendo com’è noto il tessuto imprenditoriale italiano caratterizzato per lo più da PMI, che se costituite nella forma della S.r.L. possono ben optare per un sistema di differenziazione tra le posizioni dei soci di natura (non necessariamente personale ma anche) impersonale. Tale conclusione, inoltre, mi sembra perfettamente in linea con il maggior peso che l’ordinamento riconosce alla volontà dei soci all’interno della S.r.L., che entro certi limiti può spingersi finanche a derogare alla struttura corporativa della società. Resta ferma di regola, invece, come meglio *infra* evidenziato, l’impossibilità per la S.p.A. di adottare criteri personalistici di attribuzione dei diritti.

azioni, ma non conosce e non si rapporta con gli azionisti».¹⁸ Per quanto riguarda, poi, la seconda funzione esercitata dalle azioni quali criterio di giustizia all'interno S.p.A., essa si sostanzia nella circostanza che le azioni, essendo di regola attribuite in misura proporzionale al capitale sottoscritto, ancorano le differenze derivanti dal diverso possesso azionario dei soci a un ben preciso quadro di compartecipazione al rischio d'impresa. In altri termini, le azioni consentono di rendere legittime le disuguaglianze concernenti la distribuzione dei diritti sociali accrescibili, traducendo la misura di rischio d'impresa sopportata da ciascun azionista in una corrispondente quantità di diritti sociali.¹⁹ Ritengo, per l'appunto, che sia proprio quest'ultima circostanza – nonostante possa ormai considerarsi pacifico il suo carattere dispositivo²⁰ – a costituire il sostrato imprescindibile della disciplina legale del diritto di voto e del principio di proporzionalità fra partecipazione sociale e voto.

4. L'originaria formulazione della regola "un'azione, un voto" e una deroga risalente: le azioni privilegiate a voto limitato

Il principio di proporzionalità si esprime concretamente nella regola "un'azione, un voto". Quest'ultima, com'è stato autorevolmente sostenuto,²¹ nella sua formulazione originaria accolta dal legislatore del '42 risultava composta da tre corollari fondamentali così riassumibili: il diritto di voto spetta unicamente ai soci ("nessun voto senza azione"); i soci non possono essere privati del diritto di voto ("nessuna azione senza voto"); infine, le azioni non possono attribuire più di un voto ciascuna ("una azione, un voto soltanto"). Queste tre articolazioni fondamentali del sistema *one-share, one-vote* in origine erano dotate di forza imperativa e conseguentemente era esclusa in linea di principio la possibilità di

¹⁸ Così M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in G.F. CAMPOBASSO, *Il nuovo diritto societario*, Liber amicorum, I, UTET, Torino, 2006, pp. 612 e ss., che si interroga sulla possibilità e sulle conseguenze di una qualificazione di eventuali clausole statutarie miranti a costituire diritti individuali in termini di patti parasociali.

¹⁹ G. D'ATTORRE, *op. cit.*, p. 140.

²⁰ A questo proposito si veda *infra* § 4.

²¹ G.P. LA SALA, *op. cit.*, pp. 1 e ss.; M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, p. 923.

derogarvi. L'unica ipotesi in cui l'ordinamento ammetteva una deroga parziale al secondo corollario era quella contemplata dall'art. 2351, co. 2, c.c., che nella sua versione originaria consentiva di prevedere nell'atto costitutivo che le azioni privilegiate sotto il profilo degli utili e del rimborso del capitale attribuissero il diritto di voto unicamente nelle assemblee straordinarie, a condizione di non superare la metà del capitale sociale.

Le azioni privilegiate a voto limitato, dunque, hanno rappresentato storicamente il primo tentativo di conciliare l'interesse del gruppo di comando ad aumentare la capitalizzazione della società, senza perdere al contempo il controllo della stessa, con quello del socio investitore a realizzare un'operazione dal carattere più marcatamente speculativo.²² Ciò lo si desume, d'altro canto, anche dalla Relazione ministeriale al codice civile n.956 in cui viene sottolineata la necessità di effettuare le dovute distinzioni in seno ai titolari di partecipazioni in società azionarie, specialmente quelle di maggiori dimensioni. Fra questi ultimi, infatti, alcuni perseguono unicamente lo scopo di impiegare le proprie disponibilità in titoli nei quali hanno fiducia e da cui si ripromettono di trarre un reddito possibilmente costante; altri, invece – normalmente si tratta degli azionisti che hanno preso l'iniziativa della costituzione della società e che a questa danno il proprio contributo di lavoro e di esperienza – antepongono alla certezza di una costante distribuzione degli utili l'interesse ad amministrare la società, «poiché confidano di trovare un adeguato compenso nello sviluppo e nella prosperità che questa potrà raggiungere in avvenire».²³ Si trattava, ad ogni modo, di azioni solo in parte prive del diritto di voto e, comunque, assistite necessariamente in funzione compensativa da privilegi di natura patrimoniale, che secondo la dottrina maggioritaria dovevano essere cumulativi (ossia riconosciuti sia sul diritto agli utili che nel rimborso del capitale successivo alla

²² G.P. LA SALA, *op. cit.*, pp. 13 e ss.; sul punto si vedano anche: A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in *Riv. soc.*, 1961, pp. 929 e ss.; M. CASELLA, *Legittimità del voto scalare nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1973, pp. 428 e ss.; A. PATRONI GRIFFI, *L'intervento all'assemblea delle azioni a voto limitato*, in *Banca e borsa*, I, 1967, pp. 370 e ss..

²³ Cfr. *Relazione ministeriale al codice civile* (n.956).

liquidazione) ed effettivi.²⁴

5. Il declino del sistema *one-share, one-vote* nell'ordinamento italiano, con particolare riguardo alla riforma del diritto societario del 2003

Al di là della circoscritta ipotesi delle azioni privilegiate a voto limitato, il sistema *one-share, one-vote* non ha conosciuto eccezioni significative nei primi decenni successivi all'entrata in vigore del codice civile.

A partire dalla riforma del 1974, invece, con l'introduzione delle azioni di risparmio caratterizzate dalla totale assenza del diritto di voto, il principio di proporzionalità ha intrapreso un lento ma costante declino, le cui tappe fondamentali sono costituite dalla riforma del diritto societario del 2003 e dal più recente "abbattimento" del divieto di emissione di azioni a voto plurimo realizzato con il D.l. 24 giugno 2014, n.91 (c.d. decreto competitività). Privato del suo carattere cogente, dunque, il principio in esame ha acquisito i connotati di una *regula iuris* meramente dispositiva, ossia derogabile da parte dello statuto societario.²⁵ Insieme ad esso, inoltre, secondo autorevole dottrina anche il più ampio principio plutocratico avrebbe perso il proprio carattere cogente, "degradando" a semplice regola residuale.²⁶

²⁴ A. ASQUINI, *op. cit.*, p. 935.

²⁵ Sul punto si veda G. D'ATTORRE, *op. cit.*, pp. 145 e ss., che evidenzia il sostanziale «superamento del carattere imperativo del principio di corrispondenza fra capitale investito dal socio e la misura della sua partecipazione alla gestione sociale attraverso l'esercizio del diritto di voto», a favore di una maggiore autonomia dei privati che possono derogare a tale disciplina che così assume carattere dispositivo. E si vedano anche: C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Giuffrè Editore, Milano, 2004, p. 170, secondo cui la riforma del 2003 «qualifica [...] la costante rischio-potere quale "meramente normale" in quanto ammette attribuzioni azionarie non proporzionali ai conferimenti, azioni senza voto soggette paritariamente alle perdite ed azioni riscattabili»; nonché A. POMELLI, *op. cit.*, pp. 525 e ss., secondo cui «pare non si possano avere dubbi sul fatto che il rapporto di proporzionalità tra rischio e potere del socio di società per azioni, più che principio di ordine generale, assume la veste di criterio di distribuzione del potere a carattere meramente suppletivo o residuale».

²⁶ È la tesi sostenuta, non solo con riguardo alle società per azioni ma anche alle società a responsabilità limitata, da P. SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla «nuova» società a responsabilità limitata)*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario. Atti del Convegno (Abano Terme, 5-7 giugno 2003)*, a cura di G. CIAN, CEDAM, Padova, 2004, pp. 45 e ss.; in senso analogo si veda Cons. Not. Milano, *Massima* n.142 (19-05-15), reperibile sul sito <https://www.consigionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa142.aspx>, in cui si legge: «[...] si può continuare ad affermare che

È pacifico, pertanto, che un ruolo fondamentale nel predetto processo sia stato giocato dalla riforma Vietti, la quale ha fortemente inciso sia sul primo che sul secondo corollario. In primo luogo, infatti, venne modificata la regola secondo cui il voto è attribuibile solo alle azioni (“nessun voto senza azioni”), riconoscendo il diritto di voto, sia pure soltanto su argomenti specificatamente indicati, anche ai portatori di strumenti finanziari partecipativi, ossia a dei non soci.²⁷ In secondo luogo, il legislatore derogò ampiamente al corollario “nessuna azione senza voto” attraverso quattro disposizioni fondamentali: consentendo l’emissione di azioni prive del diritto di voto per tutte le società (e non più solo quelle quotate); prevedendo la possibilità di limitare il voto a taluni argomenti o di subordinarlo a condizioni non meramente potestative – sia in questo che nel caso precedente a condizione che il valore di tali azioni non superasse la metà del capitale sociale; consentendo di creare categorie speciali di azioni fornite di diritti diversi sia di natura amministrativa (come il diritto di voto per l’appunto) che di natura patrimoniale (e.g. diritto agli utili); infine, consentendo (fino al 2014 alle sole società chiuse) di introdurre statutariamente il sistema di voto scalare ovvero

il principio di proporzionalità tra *rischio* e *potere* rappresenta la regola che connota il *regime legale* delle S.p.A. [...] e che trova applicazione in mancanza di diversa volontà dei soci. Si può altresì affermare che si tratta tutt’ora di un principio “tendenziale”, nel senso che gli spazi di deroga concessi all’autonomia statutaria, allorché venga modificato il coefficiente di attribuzione del diritto di voto (1:1, un’azione, un voto), non sono illimitati, in quanto: (a) se il voto viene “quantitativamente” ridotto, vige il limite della metà del numero complessivo di azioni a voto non pieno, ai sensi dell’art. 2351, comma 2, c.c.; (b) se il voto viene “quantitativamente” aumentato, vige il limite del coefficiente massimo dei voti attribuibili a ciascuna azione, pari a 1:3 (un’azione, tre voti), ai sensi dell’art. 2351, comma 4, c.c.». In realtà, già prima della riforma Vietti parte autorevole della dottrina aveva sostenuto la possibilità per i privati di derogare, sia pure entro ben precisi limiti, al principio di proporzionalità, e in particolare si veda R. SACCHI, *L’intervento e il voto nell’assemblea delle s.p.a.. Profili procedurali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, III, 1994, p. 309, nt. 24. In senso contrario, invece, si veda G.P. LA SALA, *op. cit.*, pp. 100 e ss., secondo cui «da una valutazione attenta dei singoli istituti [...] non emerge una trama sistematica orientata in modo univoco verso l’integrale superamento di ogni relazione tra la forza di voto e la partecipazione sociale. Emerge piuttosto [...] che il principio capitalistico ha conservato un grado di cogenza di portata variabile in base al tipo di deviazione programmata».

²⁷ Sul punto si veda M. NOTARI e A. GIANNELLI, *sub art. 2346, comma 6*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. MARCHETTI - L. A. BIANCHI - F. GHEZZI - M. NOTARI, Egea, Milano, 2008, p. 84, secondo cui se «si volesse cercare una valenza innovativa dell’art. 2346, comma 6, [...] essa dovrebbe essere riconosciuta proprio nella previsione della possibilità di far partecipare al contratto sociale anche soggetti che non assumono la qualifica di soci».

tetti massimi al diritto di voto.²⁸ Ebbene, è corretto concluderne che la possibilità di derogare alla regola “un’azione, un voto” in seguito alla riforma del 2003 fosse limitata alle sole deroghe *in minus*, laddove, permanendo il divieto di azioni a voto plurimo, non potevano ancora considerarsi legittime le deroghe *in maius* – che tali sarebbero divenute soltanto 11 anni dopo la riforma con il citato D.l. n.91/2014.

6. Azioni speciali e principio di proporzionalità: la summa divisio fra deroghe “verso il basso” e “verso l’alto”

Passando un punto di vista sistematico, le principali deviazioni dal sistema *one-share, one-vote* realizzabili attraverso l’esercizio dell’autonomia statutaria sono, dunque, suddivisibili in due macro-categorie fondamentali, a seconda che siano dirette verso il basso (“più azioni che voti”) ovvero verso l’alto (“più voti che azioni”). Da qui la distinzione, già oggetto di interesse in letteratura,²⁹ fra azioni a voto sottoproporzionale e sovrapproporzionale, sulla quale è opportuno soffermarsi per comprendere a pieno entro quali limiti ai privati sia consentito di derogare alla disciplina legale del diritto di voto mediante la creazione di categorie azionarie speciali.

6.1. Le azioni a voto sottoproporzionale e il limite inderogabile della metà del capitale sociale come “baluardo della tradizionale ricostruzione del sistema delle società a base capitalistica”

Per quel che concerne le deroghe *in minus* appare evidente che il legislatore abbia già da tempo abbandonato quell’atteggiamento di rigida chiusura che lo aveva caratterizzato in passato. *De iure condito*, infatti, può dirsi legittima tanto l’emissione di azioni di risparmio, ossia di azioni prive del diritto di voto, ma

²⁸ A. BUSANI e M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma “si pesano”*: superato il principio one share one vote con l’introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, in *Le Società*, 2014, pp. 1049 e ss.; M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, pp. 924 e ss..

²⁹ Sul punto si veda massimamente G.P. LA SALA, *op. cit.*, pp. 26 e ss..

dotate di particolari privilegi di natura patrimoniale, quanto di azioni a voto limitato a particolari argomenti, quanto di azioni a voto condizionato al verificarsi di particolari eventi non meramente potestativi, e finanche di azioni prive del diritto di voto non assistite da alcun privilegio patrimoniale.³⁰

L'unico limite inderogabile, previsto dal secondo comma dell'art. 2351 c.c., è costituito dal divieto di emettere le suddette azioni speciali in misura superiore alla metà del capitale sociale. È pacifico che tale norma vada intesa "in senso cumulativo",³¹ ossia che essa trovi applicazione indipendentemente dalla circostanza che di tratti di azioni totalmente prive del diritto di voto, con voto limitato o condizionato. L'abrogazione del quarto comma dell'art. 145 TUF, che esplicitava questo limite con riguardo alle azioni di risparmio, non impedisce inoltre di considerarlo applicabile anche a queste ultime, in quanto caratterizzate dalla necessaria soppressione del diritto di voto.³² A confermare tale ricostruzione ed anzi a rafforzare la tenuta di questa disposizione, d'altro canto, la legge prevede dei meccanismi volti ad evitare che, in conseguenza della riduzione del capitale sociale per perdite, il valore nominale delle azioni di risparmio e delle altre azioni a voto limitato superi stabilmente la metà del capitale sociale complessivo.³³

Quanto alla sua *ratio*, poi, la disposizione codicistica, nell'imporre che le azioni a voto pieno rappresentino almeno la metà del capitale di rischio della società, assolve alla funzione fondamentale di garantire un minimo equilibrio tra chi

³⁰ Il nostro ordinamento, fra l'altro, è uno dei soli cinque a livello europeo ad ammettere l'emissione di azioni senza voto non privilegiate, come evidenzia IIS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, 2007, reperibile sul sito http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf.

³¹ Così N. ABRIANI, *Le azioni*, cit., p. 304.

³² G.F. CAMPOBASSO, *Diritto delle società*, cit., p. 214.

³³ L'art. 145, co. 5, TUF, dispone, infatti, che "Se, in conseguenza della riduzione del capitale per perdite, l'ammontare delle azioni di risparmio e delle azioni a voto limitato supera la metà del capitale sociale, il rapporto indicato nel comma 4 deve essere ristabilito entro due anni mediante emissione di azioni ordinarie da attribuire in opzione ai possessori di azioni ordinarie. Tuttavia, se la parte di capitale rappresentata da azioni ordinarie si è ridotta al di sotto del quarto del capitale sociale, deve essere riportata almeno al quarto entro sei mesi. La società si scioglie se il rapporto tra azioni ordinarie e azioni di risparmio e con voto limitato non è ristabilito entro i termini predetti".

conferisce capitali di rischio e chi ha la facoltà di indirizzare la gestione della società,³⁴ assicurando il governo della stessa solo a chi sia titolare di una percentuale significativa del capitale sociale. Tale regola, dunque, com'è stato autorevolmente sostenuto, si pone a «baluardo della tradizionale ricostruzione del sistema delle società a base capitalistica», che fonda la legittimazione del potere maggioritario nella sopportazione di un rischio maggiore, conseguente ad un investimento maggiore.³⁵ Stante il carattere imperativo del divieto in questione, pertanto, pare condivisibile la tesi dottrina secondo cui la clausola statutaria che comporti uno squilibrio nel rapporto fra azioni a voto non pieno e capitale vada sanzionata con la nullità.³⁶ Viceversa la delibera di aumento del capitale con cui si raggiunge il medesimo risultato andrebbe sanzionata ordinariamente con l'annullabilità, non essendo stata assunta in conformità della legge ai sensi dell'art. 2377, co. 2, c.c..³⁷ Quanto, infine, ai possibili rimedi di carattere operativo, volti cioè a ripristinare la proporzione fra azioni a voto non pieno e capitale sociale totale, tre sono le soluzioni idealmente prospettate in dottrina e nella prassi notarile. La prima consiste nel deliberare un aumento reale di capitale con emissione di azioni a voto pieno in misura tale da ristabilire il citato rapporto. La seconda si sostanzia nella conversione delle azioni a voto sottoproporzionale che superano il limite in azioni a voto pieno. La terza si realizza attraverso una riduzione reale del capitale e comporta l'annullamento delle azioni a voto non pieno fino al ripristino della proporzione.³⁸

6.2. Le azioni a voto plurimo e i nuovi limiti dell'autonomia statutaria in seguito al D.l. n.91/2014

A partire dal 2014, in forza del D.l. n.91 e della relativa legge di conversione

³⁴ Così M. NOTARI, *Disposizioni generali. Conferimenti. Azioni*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Giuffrè Editore, Milano, 2012, p. 147.

³⁵ Così N. ABRIANI, *Le azioni*, cit., p. 304.

³⁶ AA.VV., *Il controllo notarile sugli atti societari*, a cura di A. PACIELLO, Giuffrè Editore, Milano, 2001, *passim*.

³⁷ Così A. ANGELILLIS e M.L. VITALI, *op. cit.*, p. 414, nt. 123.

³⁸ *Ivi*, pp. 414 e ss..

n.116, che hanno modificato il quarto comma dell'art. 2351 c.c., in aggiunta alla facoltà di derogare verso il basso al principio di proporzionalità mediante le summenzionate speciali categorie azionarie, è stata riconosciuta altresì ai privati, come anticipato, la facoltà di derogarvi verso l'alto, attraverso cioè la creazione di azioni a voto sovrapporzionale, il cui modello paradigmatico è costituito dalle azioni a voto plurimo. Queste ultime si caratterizzano da un punto di vista strutturale per il fatto di attribuire un numero di voti superiore all'unità e sono state introdotte nel nostro ordinamento per diverse ragioni,³⁹ fra cui merita di essere segnalata in particolare la necessità di offrire una copertura ai soci di controllo nel caso di apertura dell'impresa societaria al mercato del capitale di rischio.⁴⁰ È evidente, infatti, che attraverso le azioni a voto plurimo il legislatore italiano abbia inteso implementare l'insieme degli strumenti di finanziamento a disposizione delle società, e ciò anche sul modello di alcuni ordinamenti stranieri: basti pensare a quello statunitense, nell'ambito del quale un ruolo determinante è stato giocato dalla suddetta categoria azionaria, che ha costituito lo strumento privilegiato attraverso cui sono state realizzate alcune delle più importanti offerte iniziali al pubblico degli ultimi anni, come quella di *Google* nel 2004 e quella di *Facebook* nel 2012.⁴¹

Per una scelta politica del legislatore, ad ogni modo, la libertà dei privati di dar vita ad azioni a voto plurimo non è assoluta, ma risulta sottoposta a due specifiche limitazioni: anzitutto ciascuna di esse non può attribuire al proprio

³⁹ Per un esame analitico delle suddette ragioni si rimanda a P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e Mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, a cura di V. DI CATALDO - V. MELI E R. PENNISI, I, Giuffrè Editore, Milano, 2015, p. 5. Quanto alle alterne vicende che hanno caratterizzato nel corso degli anni questa peculiare categoria azionaria, anche per gli ampi riferimenti dottrinari *ivi* contenuti, si veda M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, II, UTET, Torino, 1991, p. 52, nt. 27.

⁴⁰ *Ibidem*.

⁴¹ Sul punto si vedano: 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, pp. 6 e ss.; S. ALVARO - A. CIAVARELLA - D. D'ERAMO - N. LINCIANO, *Le deviazioni dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo*, in CONSOB, *Quaderni giuridici*, 2014, pp. 45 e ss.; U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 4, 2016, p. 589.

titolare un numero di voti superiore alle tre unità;⁴² in secondo luogo la loro emissione può essere prevista o deliberata unicamente da parte di società non quotate in mercati regolamentati. Se da un lato, dunque, la possibilità di ricorrervi risulta fortemente ridotta in forza di quest'ultima limitazione, d'altra parte va segnalato che il limite inderogabile della metà del capitale sociale previsto per le azioni a voto non pieno non può trovare applicazione nei riguardi delle azioni a voto sovrapporzionale, che pertanto potrebbero rappresentare anche la totalità o quasi-totalità del capitale.

Alla luce di quanto affermato sin ora, dunque, è corretto osservare che *de lege lata* i privati possano introdurre all'interno delle S.p.A. dei modelli di *governance* tali da garantire il controllo della società anche a favore di chi posseda poco più del 12,5% del capitale sociale: a un siffatto risultato, infatti, si può giungere in maniera assolutamente fisiologica semplicemente combinando i due strumenti delle azioni a voto sottoporzionale e sovrapporzionale, pur entro i limiti previsti dall'ordinamento.⁴³

7. Le clausole di contingentamento, scaglionamento e maggiorazione del voto: fra sistemi di voto e categorie speciali di azioni

Per ragioni di completezza va evidenziato che le deroghe al principio di proporzionalità rientranti nel perimetro dell'autonomia statutaria possono derivare non soltanto dalla creazione di azioni speciali, ma anche

⁴² Cfr. art. 2351, co. 4, c.c.. Pare, dunque, corretto ritenere che un'azione a voto plurimo sia astrattamente idonea ad attribuire alternativamente due o tre voti. Controversa è, invece, la possibilità di prevedere l'attribuzione dei decimali di voto: per la tesi affermativa maggioritaria si veda N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo*, cit., p. 9, il quale evidenzia che: «La compatibilità "ontologica" del frazionamento del voto al di sotto dell'unità è ormai attestata dall'istituto della maggiorazione (che, come si vedrà, è certamente attribuibile anche in percentuali intermedie tra 1 e 2 voti per azione), né si vedono ragioni ostative ad una configurazione del moltiplicatore del voto nei termini che risultino di volta in volta più adeguati ad individuare il punto di equilibrio in concreto preferibile per le diverse componenti della compagine sociale»; per la tesi negativa si veda: A. BUSANI e M. SAGLIOCCA, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, in *Le Società*, VIII, 2011, p. 1058, nt. 16.

⁴³ Cons. Not. Milano, *Massima* n.142 (19-05-2015), reperibile sul sito <http://www.consigionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/142.aspx>.

dall'introduzione di sistemi di voto non proporzionale mediante apposita clausola di voto.⁴⁴ Questi sistemi, in particolare, si caratterizzano strutturalmente per il fatto di essere fondati su criteri di distribuzione del voto diversi da quello ordinario di natura oggettiva, secondo il quale a ciascuna azione deve corrispondere un voto nelle assemblee sociali (c.d. criterio ponderale); essi si fondano piuttosto su criterio di stampo soggettivo, che varia a seconda del tipo di deroga apportata al principio di proporzionalità. Quando essa si dirige verso il basso (voto sottoproporzionale), infatti, il criterio soggettivo prescelto dall'ordinamento è quello dell'entità del possesso azionario;⁴⁵ viceversa quando essa si dirige verso l'alto (voto sovrapporzionale), il criterio è quello del possesso azionario continuato per un certo arco di tempo, indipendente dalla sua effettiva entità.

Con riguardo alla prima fattispecie di clausole, si può dire che due siano quelle individuate dal legislatore, specificamente all'interno dell'art. 2351. co. 3, c.c.: la clausola di "contingentamento" e quella di "scaglionamento" del voto. La prima si caratterizza per la previsione che il diritto di voto spetta a ciascun azionista fino al possesso di un "tetto" massimo di azioni, oltrepassato il quale esso non è più esercitabile.⁴⁶ La seconda (voto scalare), invece, si caratterizza per il fatto che il diritto di voto subisce una progressiva attenuazione al raggiungimento di determinate soglie di capitale sociale.⁴⁷ È corretto concludere, dunque, che attraverso lo scaglionamento il diritto di voto incorporato nella partecipazione eccedente la soglia statutaria non è del tutto sterilizzato, come avviene nel primo tipo di clausola, ma è semplicemente depotenziato.⁴⁸ Le clausole di tetto massimo e di voto scalare, inoltre, possono essere utilizzate congiuntamente,

⁴⁴ Così G.P. LA SALA, *op. cit.*, pp. 26 e ss..

⁴⁵ *Ivi*, pp. 22 e ss..

⁴⁶ E.g. fino al dieci per cento del capitale sociale posseduto ogni azione attribuisce un voto, per l'eccedenza non è più possibile esercitare il diritto di voto.

⁴⁷ E.g. fino al dieci per cento del capitale posseduto ogni azione attribuisce un voto, dal dieci al venti per cento ogni cinque azioni attribuiscono un voto, dal venti al trenta per cento ogni dieci azioni attribuiscono un voto, e così via per multipli di cinque.

⁴⁸ Così N. ABRIANI, *Le azioni, cit.*, p. 317, nt. 288.

prevedendo una prima soglia, al di sopra della quale opera un semplice frazionamento del voto, e una seconda soglia più alta, il cui superamento determina la sterilizzazione della partecipazione eccedente; ovvero possono avere ad oggetto tanto la totalità delle deliberazioni assembleari quanto unicamente alcune materie ben delimitate.⁴⁹

Quanto, poi, al secondo insieme di clausole di voto, quelle che cioè derogano verso l'alto al principio di proporzionalità, esse vengono comunemente ricondotte all'istituto della maggiorazione del voto disciplinato dall'art. 127-*quinquies* del TUF. Quest'ultimo, in particolare, consente di prevedere, nelle sole società quotate in mercati regolamentati, che sia attribuito un voto superiore all'unità e non eccedente le due, a favore dei soci che abbiano posseduto ininterrottamente delle azioni per un arco di tempo non inferiore ai ventiquattro mesi. Fermo restando l'eterogeneità del criterio soggettivo di attribuzione del voto e della direzione verso cui si realizza la deroga al principio di proporzionalità, dunque, pare si possa affermare che il meccanismo operativo della maggiorazione sia assolutamente simile a quello delle clausole di contingentamento e di scaglionamento di cui *supra*.⁵⁰ Si tratta pertanto di sistemi di voto alternativi e non già di categorie speciali di azioni.

A quest'ultimo proposito, peraltro, merita di essere segnalato che, nonostante

⁴⁹ *Ivi*, pp. 317 e ss.; A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 1296. Va segnalato, per inciso, che l'assenza di limiti specifici all'impiego delle suddette clausole di voto, e in particolare della clausola di contingentamento, ha condotto autorevole dottrina, sul solco di una tesi diffusa specialmente nella letteratura tedesca – come evidenzia G.P. LA SALA, *op. cit.*, p. 28, nt. 74, il quale richiama *ex multis*: T. BAUMS, *Höchststimmrechte*, in *AG*, 1990, p. 230; U. HÜFFER, *Aktiengesetz*, Beck, Monaco, 2008; S. KALSS, *Das Höchststimmrecht als Instrument zur Wahrung des Aktionärsinflusses*, European University Institute Badia Fiesolana, San Domenico di Fiesole, 1992, p. 58; G. THIERY, *Höchststimmrecht für Aktionäre*, in *NZ*, 1989, p. 84; W. ZÖLLNER, *Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden*, Beck, München-Berlin, 1963, pp. 117 e ss. – a sostenere la piena legittimità del c.d. voto capitario o per testa all'interno delle S.p.A.: A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 486; G. D'ATTORRE, *op. cit.*, pp. 167 e ss.; V. SANTORO, *sub art. 2351*, in *La riforma delle società*, a cura di M. SANDULLI e V. SANTORO, I, G. Giappichelli Editore, Torino, 2003, p. 151.

⁵⁰ F. GUERRERA, *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, in *Giur. comm.*, II, 2017, p. 191.

il parere contrario di alcuni Autori,⁵¹ è opinione maggioritaria in dottrina ed è tesi prevalentemente seguita anche dalla prassi notarile, quella secondo cui sarebbe perfettamente legittimo limitare l'operatività dei meccanismi di contingentamento, scaglionamento e maggiorazione del voto, anche a singole categorie azionarie.⁵² Tale tesi pare preferibile, infatti, per via dell'ampio potere riconosciuto all'autonomia statutaria di derogare alla disciplina legale delle azioni mediante la creazione di apposite categorie speciali, nonché per la circostanza che queste ultime sono individuate chiaramente dal legislatore come lo strumento prioritario attraverso cui i privati possono introdurre delle differenziazioni oggettive fra le posizioni dei soci.⁵³

8. Le tecniche extrastatutarie di deviazione dal principio di proporzionalità: la scomposizione fra *economic* e *voting ownership* della partecipazione azionaria

In aggiunta agli strumenti giuridici fin qui analizzati, meritano di essere esaminati altresì alcuni particolari schemi contrattuali, largamente impiegati nella prassi societaria sia italiana che internazionale, che consentono ai privati di derogare parimenti al principio di proporzionalità, pur non essendo espressione,

⁵¹ Sul punto si veda F.S. COSTANTINO, *Azioni. Strumenti finanziari partecipativi. Obbligazioni.*, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da O. CAGNASSO e L. PANZANI, I, Zanichelli Editore, Bologna, 2010, p. 377, il quale afferma che le limitazioni al diritto di voto originate dai meccanismi di contingentamento e scaglionamento debbano necessariamente riferirsi a tutte le azioni, perché in caso contrario si «determinerebbe di fatto l'attribuzione del voto plurimo alle azioni a voto pieno»; tesi questa che, fra l'altro, con l'eliminazione del divieto di azioni a voto plurimo per le società non quotate può dirsi ancor meno convincente. In senso dubitativo si veda N. ABRIANI, *sub art. 2351, cit.*, pp. 330 e ss..

⁵² In tal senso si vedano: G.P. LA SALA, *op. cit.*, 82; P.G. MARCHETTI, *Il voto maggiorato nelle società quotate*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. TOMBARI, G. Giappichelli Editore, Torino, 2016, p. 6; M. NOTARI, *Le categorie speciali, cit.*, p. 593, nt. 1. In particolare cfr. E. LA MARCA, *Azioni(sti) con voto maggiorato: primi spunti*, in *I battelli del Reno*, Bari, 2014, p. 4, secondo cui, con specifico riguardo alla maggiorazione del voto, tale possibilità risulterebbe confermata indirettamente dallo stesso art. 127-sexies, co. 2, TUF, che stabilisce, per le sole società quotate che abbiano emesso azioni a voto plurimo anteriormente alla quotazione in borsa, il divieto di prevedere nello statuto ulteriori maggiorazioni del diritto di voto "a favore di singole categorie di azioni né ai sensi dell'articolo 127-quinquies". Infine si segnala anche: Cons. Not. Milano, *Massima* n.136 (13-05-2014), reperibile sul sito <http://www.consigionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/136.aspx>.

⁵³ G.P. LA SALA, *op. cit.*, p. 82.

a differenza delle azioni speciali e delle clausole di voto, dell'autonomia statutaria, ma della più ampia autonomia contrattuale.

Le tecniche di deviazione dal principio di proporzionalità di cui si discorre, infatti, si sostanziano in contratti finanziari (come la vendita del voto e il prestito titoli) ovvero in strumenti (*rectius* contratti) finanziari derivati (si pensi agli *equity swaps* o alle opzioni *put* e *call*) e nulla hanno a che vedere con tipiche espressioni dell'autonomia statutaria, *in primis* con la libertà di determinare il contenuto azionario di cui all'art. 2348, co. 2, c.c.. Cionondimeno, com'è stato sottolineato da autorevole dottrina anche straniera, esse realizzano dei risultati che in larga parte coincidono con quelli raggiunti dalle azioni speciali a voto quantitativamente diverso, poiché derogano parimenti alla regola "un'azione, un voto".⁵⁴

Nello specifico, attraverso questi strumenti i privati riescono a scomporre i *cash flow rights* (ossia la "proprietà economica" o *economic ownership* dell'azione, attinente agli interessi economici ad essa sottostanti) dai *voting rights* (ossia dalla titolarità del diritto di voto o *voting ownership*). In tal modo ha luogo una vera e propria dissociazione (c.d. *decoupling*)⁵⁵ fra diritto di voto e rischio economico che, com'è stato attentamente osservato, non è molto diversa da quella che si verrebbe a verificare ove il capitale della società fosse rappresentato, per una metà, da azioni a voto singolo e, per l'altra metà, da azioni

⁵⁴ In tal senso si vedano: A. ANGELILLIS e M.L. VITALI, *op. cit.*, p. 437; G. FERRARINI, *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, Giuffrè Editore, Milano, 2007, pp. 642 e ss.. Nella letteratura internazionale e specialmente quella statunitense, per un'analisi dell'incidenza di queste tecniche sul sistema *one-share, one-vote* si vedano: H.T.C. HU e B.S. BLACK, *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, in *Southern California Law Review*, 79, 2006, pp. 811 e ss.; H.T.C. HU e B.S. BLACK, *Equity and debt, decoupling and empty voting II: importance and extensions*, in *Pennsylvania Law Review*, 156, 2008, pp. 625 e ss..

⁵⁵ Sul punto si veda H.T.C. HU e B.S. BLACK, *Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, *J. Corp. Fin.*, 13, 2007, pp. 343 e ss., i quali adoperano il termine *decoupling* per indicare letteralmente il "disaccoppiamento" delle due componenti fondamentali dell'azione, cioè quella patrimoniale e quella amministrativa.

a voto doppio, ed un dato socio possedesse la metà di queste ultime.⁵⁶ Né si verrebbe a creare una situazione particolarmente differente da quella in cui il capitale fosse formato, per la metà, da azioni senza voto ed un azionista possedesse la metà di quelle ordinarie.⁵⁷ In entrambi i casi, infatti, il titolare di una percentuale minoritaria di diritti sociali patrimoniali si ritroverebbe a disporre di una percentuale maggiore e, quindi, non proporzionale di voti.

In letteratura, comunque, si suole distinguere fra la tecnica (per così dire) “classica” di dissociazione della proprietà azionaria dalla titolarità del voto, che comporta la formale disposizione di quest’ultimo in favore di un soggetto terzo e si realizza attraverso la cd. vendita del voto, e le tecniche che si sono affermate a partire dai primi anni 2000 con la rivoluzione dei derivati finanziari e con lo sviluppo del mercato del prestito di titoli, le quali danno vita al fenomeno che è stato indicato efficacemente con l’espressione *empty voting*.⁵⁸ Quest’ultima, infatti, simboleggia letteralmente lo “svuotamento” del potere di voto dal correlativo interesse economico, che le summenzionate tecniche, pur senza alcuna formale disposizione del diritto di voto a favore di un soggetto terzo, sono in grado di realizzare da un punto di vista sostanziale.

8.1. La vendita del voto: i contrastanti orientamenti dottrinari e la posizione della Suprema Corte nel caso Palasciano c. Flego

La vendita del voto, in particolare, può essere definita come il contratto mediante il quale una parte si impegna nei confronti dell’altra ad esercitare il proprio diritto di voto secondo modalità prefissate.⁵⁹ Essa, come anticipato, costituisce la tecnica contrattuale attraverso cui tradizionalmente si è raggiunto il risultato di scindere la componente patrimoniale dell’azione da quella amministrativa e, difatti, risalenti sono i dibattiti dottrinari inerenti alla legittimità

⁵⁶ Così G. FERRARINI, *op. cit.*, p. 643.

⁵⁷ *Ibidem*.

⁵⁸ *Ivi*, p. 630; G. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, Milano, Egea, 2017, p. 39.

⁵⁹ *Ivi*, p. 636.

di questa fattispecie. In passato, in particolare, erano di gran lunga prevalenti le tesi che negavano il diritto di cittadinanza a tale fattispecie, sulla base di molteplici ordini di ragioni: vuoi per la presunta inscindibilità fra la proprietà dell'azione e la titolarità del diritto di voto;⁶⁰ vuoi per contrasto al principio secondo cui il voto deve essere esercitato nell'interesse sociale (e non individuale);⁶¹ vuoi ancora per contrasto con le regole del buon costume.⁶²

Nel tempo, tuttavia, hanno raccolto un crescente consenso le tesi affermative della legittimità di questo peculiare contratto. In particolare vi è chi ha evidenziato che non sussisterebbe alcun espresso divieto nel nostro ordinamento contro la vendita del voto, come invece avviene in altri ordinamenti quale quello tedesco e francese.⁶³ Questa posizione, fra l'altro, ha ottenuto anche l'avallo della Suprema

⁶⁰ Sul punto si veda C. ANGELICI, *sub* art. 2351, in *Il codice civile*, Commentario fondato da P. SCHLESINGER, diretto da F.D. BUSNELLI, Giuffrè Editore, Milano, 1992, p. 146, secondo cui «il diritto di voto non è suscettibile di isolato trasferimento»; nonché, a conferma del carattere "risalente" dell'impiego di questa tipologia contrattuale nella prassi societaria, si veda C. VIVANTE, *Gli azionisti non possono alienare o vincolare il loro diritto di voto*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1914, pp. 173 e ss., il quale afferma che il diritto di voto è inscindibilmente unito alla proprietà dell'azione e non può costituire oggetto di alienazione "separata", a pena di invalidità della relativa pattuizione per contrarietà all'ordine pubblico.

⁶¹ G. SENA, *Il voto nella assemblea delle società per azioni*, Giuffrè Editore, Milano, 1961, pp. 311 e ss.; *contra* si veda A. MIGNOLI, *La società per azioni. Problemi, letture, testimonianze*, I, Giuffrè Editore, Milano, 2002, pp. 98 e ss., che critica questa ricostruzione, negando l'esistenza di qualsivoglia obbligo (giuridico o morale) per il socio di perseguire l'interesse sociale.

⁶² Sul punto si veda G. COTTINO, *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, Giuffrè Editore, Milano, 1958, p. 234, secondo cui «ancorché in assenza di un'espressa disposizione di legge, ripugna ai principi dell'ordinamento societario, urta anzi specificamente contro il buon costume, siavi o meno un danno concreto per la società, che il voto sia promesso e dato contro compenso».

⁶³ Nello stesso senso si vedano *ex multis*: L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, Milano, Giuffrè Editore, 1995, pp. 106 e ss.; G. FERRI, *Validità dei sindacati azionari*, in *Nuova riv. dir. comm.*, 1949, pp. 13 e ss., il quale afferma che «il mito della incommerciabilità del diritto di voto, che per lunghi anni ha costituito un cardine fondamentale della struttura societaria, è definitivamente tramontato»; S. GATTI, *La rappresentanza del socio nell'assemblea*, Giuffrè Editore, Milano, 1975, pp. 185 e ss., il quale evidenzia che «la libertà di voto nelle società di capitali non può essere equiparata ad altre libertà personali che non possono essere degradate ad oggetto di mercato, proprio perché essa è poco o nulla caratterizzata dalla nota della personalità e quasi del tutto assorbita nell'ambito della patrimonialità»; R. WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, Giuffrè Editore, Milano, 1978, pp. 124 e ss., secondo cui non solo la vendita del voto è compatibile con l'ordinamento ma sarebbe anzi auspicabile prevedere la possibilità di «quotare in borsa come beni commerciabili i voti separatamente dalle azioni, quando sia annunciata un'offerta pubblica d'acquisto ovvero una battaglia per le procure». Nella letteratura più di recente si veda G.F. CAMPOBASSO, *Diritto delle società*, cit., p. 348, che afferma: «nulla si oppone a mio avviso a che l'azionista "venda" il proprio voto; si impegni cioè a sostenere dietro corrispettivo una determinata deliberazione, eventualmente rilasciando delega a favore del

Corte di Cassazione nel caso *Palasciano contro Flego*, che aveva ad oggetto un accordo con il quale un azionista si impegnava a votare in favore della ricapitalizzazione di una società al fine di evitarne la liquidazione, dietro un corrispettivo rappresentato dall'assegnazione di una parte delle azioni di nuova emissione.⁶⁴ Orbene, il giudice di legittimità in quell'occasione ha affermato che il contratto di vendita del voto che era stato stipulato «non fosse nullo per illiceità della causa e che, anzi, la liceità di un simile accordo non potesse essere, in linea di principio, esclusa».⁶⁵

In aggiunta alle due tesi estreme, poi, meritano di essere segnalati due ulteriori orientamenti mediani. Secondo una prima tesi, in particolare, si potrebbe riconoscere diritto di cittadinanza alla vendita del voto, solo ove quest'ultima non determini una situazione di conflitto di interessi, ovverosia quando il contratto soddisfi un interesse personale ma rientrante pur sempre nella sfera degli interessi collettivi e sociali.⁶⁶ Quando, invece, esso soddisfa un interesse esclusivamente proprio dell'azionista che ha ricevuto o aspira a ricevere un corrispettivo a fronte dell'esercizio del voto – ossia un interesse extrasociale – sarà applicabile l'art. 2373 c.c. e conseguentemente potrà essere annullata la delibera assunta in forza del voto favorevole venduto.⁶⁷ Secondo l'altra tesi intermedia, infine, se da un lato la vendita intesa come cessione permanente del voto contrasterebbe con il principio di inscindibilità del potere di voto dalla qualità di azionista e dall'interesse relativo,⁶⁸ una semplice cessione temporanea dello stesso sarebbe pienamente compatibile con il nostro ordinamento.⁶⁹

“compratore”».

⁶⁴ Cass., sent. 22 ottobre 1996, in *Giur. comm.*, II, 1997, pp. 237 e ss..

⁶⁵ Così G. FERRARINI, *op. cit.*, p. 637.

⁶⁶ Così P.G. JAEGER, *Ammissibilità e limiti dell'accordo di "cessione" del voto in cambio di "corrispettivo" (con considerazioni in merito alla c.d. «vendita del voto»)*, in *Giur. comm.*, II, 1997, pp. 240 e ss.; sul punto si veda anche: Cass., sent. 19 gennaio 2004, in *Cass. pen.*, X, 2005, p. 3104, la quale sottolinea d'altra parte come la vendita del voto possa essere impiegata proprio al fine di aggirare il divieto di esercitare il voto per conflitto di interessi.

⁶⁷ *Ibidem.*

⁶⁸ Così L. CALVOSA, *op. cit.*, p. 107, nt. 39.

⁶⁹ G. OPPO, *Patti parasociali: ancora una svolta legislativa*, in *Riv. dir. civ.*, II, 1998, pp. 215 e ss.; mentre subordina la validità della vendita del voto a molteplici e diversi requisiti M. ATELLI, *Il*

Quale che sia la tesi accolta, ad ogni modo, non si può negare che la vendita del voto sia perfettamente in grado di realizzare una dissociazione fra *economic* e *voting ownership* delle azioni e, quindi, di derogare al principio di proporzionalità fra partecipazione sociale e diritto di voto.

8.2. *Lo share borrowing e il suo peculiare impiego nel record date system*

Tecnica diversa ma affine alla vendita del voto è costituita dal cd. prestito titoli (o *share borrowing*),⁷⁰ che è il contratto attraverso cui una parte, generalmente dietro prestazione di una garanzia (spesso costituita da strumenti finanziari come le obbligazioni emesse dal Dipartimento del Tesoro), trasferisce la proprietà di un certo numero di azioni all'altra parte; quest'ultima, dall'altro canto, si impegna a restituirne il *tantusdem eiusdem generis* alla scadenza pattuita, unitamente ai dividendi distribuiti durante la vigenza del contratto e ad uno specifico corrispettivo.⁷¹ Anche questo schema contrattuale, com'è stato giustamente osservato, può risultare idoneo a separare la proprietà economica delle azioni dal voto.⁷² Il rischio economico dell'investimento azionario, infatti, grava sul solo prestatore, dal momento che alla scadenza del contratto egli riceverà un numero di azioni pari a quelle prestate. Il prestatario, invece, diviene formalmente titolare delle azioni per la durata del prestito e, quindi, anche dei diritti di voto da esse attribuiti. Un risultato pressoché identico a quello descritto, fra l'altro, è realizzabile nel nostro ordinamento anche mediante l'impiego del contratto tipico di riporto che, ai sensi degli artt. 1548 e 1551 c.c., consente al riportatore di esercitare il diritto di voto (salvo patto contrario), e al riportato di percepire gli utili per le medesime azioni.⁷³

Con riguardo al prestito titoli, inoltre, parte della dottrina ha efficacemente

diritto alla liquidazione della quota giustifica la previsione di un corrispettivo, in *Guida al diritto*, I, 1997, pp. 40 e ss..

⁷⁰ A. ANGELILLIS e M.L. VITALI, *op. cit.*, p. 435.

⁷¹ Così G. FERRARINI, *op. cit.*, pp. 632 e ss..

⁷² *Ivi*, p. 633.

⁷³ A. ANGELILLIS e M.L. VITALI, *op. cit.*, p. 436.

impiegato l'espressione *record date capture*,⁷⁴ in quanto il contratto in questione nella prassi viene sottoscritto generalmente in tempo utile per risultare titolari delle azioni conformemente al c.d. "sistema della data di registrazione".⁷⁵ Quest'ultimo prevede, infatti, che soltanto coloro i quali risultino azionisti in corrispondenza della data di registrazione (o *record date*) acquisiscano la legittimazione a votare nelle assemblee sociali.⁷⁶ Si tratta, dunque, di un sistema di legittimazione del voto che permette senz'altro una dissociazione tra titolarità delle azioni e del voto,⁷⁷ favorendo sotto questo profilo il ricorso allo *share borrowing*.

8.3. Gli equity swaps e il loro articolato meccanismo di "svuotamento" del voto

Per concludere vanno analizzate due tecniche di *decoupling* realizzate mediante l'impiego dei cd. contratti (o strumenti) derivati.⁷⁸ La prima prende il nome di *equity swap* e si tratta in effetti di una particolare tipologia del contratto di *swap*,⁷⁹ che può essere definito come l'accordo attraverso cui le parti si impegnano a scambiarsi uno o più flussi di cassa (c.d. gambe o *legs*), determinati nel loro ammontare sulla base di criteri prestabiliti e ad una data scadenza temporale.⁸⁰ La peculiarità degli *equity swaps* è rappresentata dalla natura di uno dei criteri di determinazione del valore delle prestazioni contrattuali: in aggiunta al cd. capitale nozionale (ossia al capitale assunto come base di calcolo delle

⁷⁴ Sul punto si vedano: S.E.K. CHRISTOFFERSEN - C.C. GECZY - D.K. MUSTO - A.V. REED, *Vote Trading and Information Aggregation*, in *The Journal of Finance*, 2007, p. 2897; H.T.C. HU e B.S. BLACK, *The new vote buying*, cit., p. 831; E. SCIMENI, *Il vote-trading nel diritto societario americano*, in *Merc. conc. reg.*, 2003, pp. 439 e ss..

⁷⁵ G.F. CAMPOBASSO, *Diritto delle società*, cit., pp. 332 e ss..

⁷⁶ N.DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e «proprietà nascosta» di azioni*, in *Rivista di diritto societario*, 2010, pp. 311 e ss.; H.T.C. HU e B.S. BLACK, *The new vote buying*, cit., *ibid.*.

⁷⁷ N.DE LUCA, *ibid.*.

⁷⁸ Sulla duplice veste giuridica dei derivati, da intendersi sia come contratti che come strumenti finanziari, si veda E. GIRINO, *I contratti derivati*, Giuffrè Editore, Milano, 2010, p. 242.

⁷⁹ Per una disamina generale del contratto di *swap* si veda C.M. DE IULIIS, *Lo swap d'interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004, pp. 391 e ss..

⁸⁰ G. GUIZZI, *Il finanziamento. Operazioni di finanziamento*, in *Diritto delle imprese. Manuale breve*, a cura di N. ABRIANI, I, Giuffrè Editore, Milano, 2012, pp. 206 e ss..

prestazioni, convenzionalmente stabilito e presente anche negli altri contratti di swap) e a un tasso di interesse fisso o variabile (anch'esso convenzionalmente individuato e caratterizzante altri tipi di swap), è presente infatti anche un parametro di riferimento *sui generis*, che è dato dal valore di una determinata azione societaria, o meglio dal tasso di rendimento (o *rate of return*) maturato da quest'ultima nel periodo di durata del contratto. Analizzando concretamente lo schema contrattuale, dunque, si può dire che una parte (cd. *short part* o *equity amount payer*) si impegna a corrispondere all'altra i dividendi distribuiti durante la vigenza del contratto,⁸¹ nonché una somma pari, se *positiva*, al prodotto fra il tasso di rendimento azionario e il capitale nozionale.⁸² L'altra parte (c.d. *long part* o *equity amount receiver*), invece, si impegna a corrispondere alla prima una somma pari al prodotto fra il tasso fisso o variabile concordato e il capitale nozionale, nonché una somma pari, se *negativa*, al prodotto fra il tasso di rendimento azionario e il capitale nozionale.⁸³ Ovviamente l'esecuzione delle prestazioni, come normalmente avviene nelle altre fattispecie di swap, segue alla loro compensazione:⁸⁴ alla scadenza del contratto (e all'esito della compensazione) cioè solo la parte che risulta economicamente soccombente procede al pagamento a favore dell'altra, per un ammontare pari al c.d.

⁸¹ Sul punto si veda G. FERRARINI, *op. cit.*, p. 634, il quale distingue a questo proposito fra un *total return equity swap*, in cui la parte "corta" si impegna a corrispondere anche i dividendi distribuiti, e un *price return equity swap*, in cui la *short part* si impegna semplicemente a corrispondere il prodotto fra tasso di rendimento azionario e capitale nozionale.

⁸² *Ivi*, p. 634, nt. 14, ove si evidenzia che il *rate of return* viene calcolato da parte di un *calculation agent*, ossia di un terzo mandatario, sottraendo il prezzo finale delle azioni al prezzo iniziale e dividendo il totale per il prezzo iniziale.

⁸³ E. GIRINO, *op. cit.*, p. 119; I. PORCHIA e L.A. LO PO', *Le nuove regole Consob in materia di trasparenza delle partecipazioni cash-settled*, in *Le Società*, VI, 2012, p. 677, nt. 19. Sul punto si veda pure la definizione di *equity swap* fornita dalla *Securities and Exchange Commission*, l'ente federale statunitense preposto alla vigilanza della borsa valori, secondo cui esso costituisce un «*instrument in which one counterparty, the seller of the TRS, makes a payment that is based on the price appreciation and income from an underlying security or security index. The other counterparty, the buyer of the TRS, makes a financing payment that is often based on a variable interest rate, such as LIBOR (or other interbank offered rate or money market rate, as described above), as well as a payment based on the price depreciation of the underlying reference. The "total return" consists of the price appreciation or depreciation, plus any interest or income payments*».

⁸⁴ G. GUIZZI, *op. cit.*, pp. 206 e ss..

differenziale (che è appunto la differenza fra quanto si doveva ricevere e quanto è dovuto complessivamente alla controparte).

Orbene, nell'ipotesi in cui si addivenga alla stipula di un *equity swap*, da un punto di vista sostanziale è corretto affermare che: la parte "lunga" ha la proprietà economica delle azioni usate come parametro di riferimento, poiché da un lato sopporta il rischio economico della discesa del loro prezzo e dall'altro beneficia dell'eventuale aumento di quest'ultimo; la parte "corta", invece, è titolare del diritto di voto, perché o già possiede le azioni in questione o le acquista contestualmente alla stipula del contratto, ed in linea di massima è «insensibile alle vicende della società partecipata»: ⁸⁵ se il prezzo delle sue azioni diminuisse, infatti, essa maturerebbe comunque il diritto al pagamento del differenziale tramite lo *swap*. ⁸⁶ Appare chiaro, dunque, che la *short part* proceda normalmente alla stipula di un *equity swap* proprio allo scopo di eliminare il rischio economico connesso all'acquisto di un dato pacchetto azionario. ⁸⁷ Ciò palesa, evidentemente, la funzione precipua esercitata da questo schema contrattuale nel nostro sistema finanziario, quale strumento cioè di «separazione fra diritto di voto, titolarità delle azioni e interesse economico». ⁸⁸

8.4. Le opzioni put e call: operazioni di acquisto e di vendita ed empty voting

Infine, l'altro fondamentale strumento derivato attraverso cui si manifesta il fenomeno dell'*empty voting* è costituito dalle c.d. opzioni di acquisto e di vendita. Queste ultime, in particolare, possono essere definite come i contratti attraverso

⁸⁵ Così G. FERRARINI, *op. cit.*, p. 638.

⁸⁶ Sul punto si veda I. PORCHIA e L.A. LO PO', *op. cit.*, p. 678, i quali evidenziano che una dei casi più frequenti di *empty voting* nella prassi «è quello di un investitore che acquisti fisicamente una partecipazione in una società e contestualmente, attraverso la stipula di un *total return equity swap*, assuma una posizione corta sulle stesse azioni, mantenendo così la titolarità dei diritti di voto ma liberandosi dell'esposizione economica all'andamento dei titoli».

⁸⁷ Non è un caso che il pacchetto azionario acquistato dalla parte "corta" costituisca sia la "misura" per determinare l'ammontare del capitale nozionale che il parametro di riferimento per calcolare il *rate of return*.

⁸⁸ Così A. LUPOI, *I fenomeni finanziari apolidi e le regole giuridiche*, in *Rivista di diritto bancario*, 2012, reperibile sul sito: <http://www.dirittobancario.it/rivista/finanza/mercati-finanziari-e-regole-di-sistema/i-fenomeni-finanziari-apolidi-e-le-regole-giuridiche>.

cui una parte (c.d. opzionario o beneficiario), dietro il pagamento di un corrispettivo (o premio), acquisisce il diritto potestativo di stipulare un contratto di vendita con il cd. concedente, in qualità di venditore (*put option*) ovvero di acquirente (*call option*) di un certo quantitativo di titoli azionari o di altre attività finanziarie, a un prezzo prestabilito (cd. *strike price* o prezzo di esercizio) ed entro un termine concordato o alla scadenza dello stesso.⁸⁹ Il che significa, all'evidenza, che il titolare di un'opzione *call*, da un lato, eserciterà la facoltà di acquisto se il valore di mercato delle azioni sarà divenuto più *alto* del prezzo di esercizio (alla scadenza contrattuale fissata) e che il titolare di una opzione *put*, dall'altro, eserciterà la facoltà di vendita solo se il valore di mercato delle azioni sarà divenuto più *basso* del prezzo di esercizio.

In entrambi i casi, comunque, l'azionista è in grado di neutralizzare il rischio economico connesso al proprio investimento azionario e di scindere in tal modo la proprietà economica dalla titolarità del voto. Con riguardo all'opzione di vendita, infatti, se è vero che il beneficiario/azionista (in quanto formalmente proprietario delle azioni) è titolare del diritto di voto, è altrettanto vero che egli non possiede alcun interesse a che queste ultime aumentino di valore nel breve termine, perché in tal caso gli risulterebbe svantaggioso l'aver pagato il premio contrattuale;⁹⁰ viceversa, il concedente (pur non disponendo dei voti ad essi connessi) acquisisce l'*economic ownership* dei titoli azionari, dal momento che è soggetto al rischio di un loro deprezzamento sul mercato, da cui deriverebbe sicuramente l'esercizio dell'opzione di vendita della controparte al prezzo più alto pattuito.

Discorso analogo vale per l'opzione di acquisto: in questa ipotesi, nello specifico, se si immagina che l'azionista sia il concedente e che si addivenga alla

⁸⁹ G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Contratti. Titoli di credito. Procedure concorsuali*, III, UTET, Torino, 2014, p. 213.

⁹⁰ Sul punto si veda G. FERRARINI, *op. cit.*, pp. 635 e ss., il quale sottolinea giustamente che il suddetto azionista «preferirà comportamenti capaci di generare incrementi del valore azionario più lontani nel tempo, votando contro delibere che potrebbero avere un immediato impatto positivo sul prezzo delle azioni».

vendita dell'opzione a favore di un non socio, è corretto affermare che: da un lato l'azionista, formalmente titolare del diritto di voto, perde interesse a che i suoi titoli incrementino di valore, perché sa che in quel caso verrà esercitata l'opzione di acquisto dalla controparte; dall'altro il beneficiario acquisisce la proprietà economica degli stessi, avendo interesse a che il prezzo di mercato delle azioni divenga maggiore del prezzo di esercizio, in modo tale da poterne diventare proprietario ad un prezzo conveniente.⁹¹

9. Conclusioni

Al termine di questa analisi delle principali deroghe statutarie ed extrastatutarie al principio di proporzionalità del voto nelle S.p.A., pare opportuna una breve considerazione di carattere conclusivo che tenga conto dei risultati raggiunti. In particolare, a giudizio di chi scrive, non sembra possa negarsi che il quadro normativo di riferimento nello studio del fenomeno esaminato risulti tutt'oggi imperniato, in punto di disciplina legale, sulla fondamentale regola che postula la proporzionalità fra diritto di voto e partecipazione azionaria. Tanto si desume non soltanto dall'interpretazione letterale dell'art. 2351, co. 1, c.c., ma anche da un'analisi di carattere sistematico, che tenga in debito conto della connotazione tipicamente "capitalistica" delle società per azioni. Queste ultime, infatti, continuano a costituire la *sedes materiae* privilegiata del principio plutocratico, che impone la proporzionalità fra potere e rischio nell'impresa e, dunque, anche fra partecipazione sociale e voto. La stessa modalità impersonale di attribuzione dei diritti sociali all'interno delle S.p.A., che come *supra* evidenziato conoscono e si rapportano con le azioni piuttosto che con gli azionisti,⁹² appare inoltre in perfetta sintonia con l'esistenza di un generale regime di proporzionalità in tema di diritto di voto. A favore di un simile inquadramento, infine, milita l'ulteriore e fondamentale esigenza di

⁹¹ S. MARTIN e F. PARTNOY, *Encumbered Shares*, in *University of Illinois Law Review*, 2005, p. 775.

⁹² Si veda *supra* § 2.

salvaguardare la parità di trattamento dei soci, che è principio pacificamente riconosciuto dalla dottrina e dalla giurisprudenza, ancorché taciuto dal legislatore.⁹³

Le riforme del diritto societario intervenute nel corso degli anni da un lato e la creatività della prassi societaria e finanziaria nel fornire sempre nuove soluzioni alle mutevoli esigenze del mercato dall'altro, cionondimeno impediscono di riconoscere natura imperativa al descritto scenario normativo. Non può revocarsi in dubbio, infatti, che il percorso intrapreso dal nostro ordinamento negli ultimi decenni vada proprio nella direzione di favorire il ricorso a strumenti di deroga al principio di proporzionalità. Fra questi ultimi, in particolare, le azioni a voto plurimo (per le società chiuse) e il meccanismo della maggiorazione del voto (per le società aperte) rappresentano il momento culminante del processo di cui si discorre. Certo pare altrettanto corretto riconoscere al principio di proporzionalità quanto meno un carattere "tendenziale",⁹⁴ nel senso cioè che l'autonomia statutaria, allorquando venga modificato il coefficiente di attribuzione del diritto di voto, soggiace comunque a delle limitazioni di massima (i.e. la metà del capitale sociale rappresentato da azioni a voto pieno per le azioni senza diritto di voto, il tetto dei tre voti per le azioni a voto plurimo e quello dei due voti per le azioni a voto maggiorato). Le suddette limitazioni, d'altro canto, sono state ideate e costruite dal legislatore con riguardo alla sola autonomia statutaria e non anche a quella extrastatutaria. Quest'ultima viceversa, come dimostrato attraverso l'analisi delle fattispecie create dalla prassi societaria, ha elaborato tecniche in grado di modellare pressoché liberamente, ossia senza particolari vincoli, il rapporto di proporzionalità fra *voting rights* e *cash flow rights*.

De iure condito, dunque, pare corretto concludere che il principio di

⁹³ Isolati riferimenti al principio *de quo*, tuttavia, sono riscontrabili in due disposizioni dettate dal legislatore, rispettivamente in tema di società cooperative (art. 2516 c.c.) e di mercato finanziario (art. 92 TUF).

⁹⁴ In tal senso cfr. Cons. Not. Milano, *Massima* n.142, *cit.*, *ibid.*.

proporzionalità, salvo ipotesi straordinarie di inderogabilità, abbia ormai assunto i tratti di mera regola suppletiva. Essa, infatti, è destinata a trovare applicazione solo se ed in quanto non sia diversamente determinato dalla volontà dei soci, che di conseguenza può ben essere considerata il vero dogma accolto dall'ordinamento *in subjecta materia*.