

Il volume offre un analitico commento alla l. n. 21 del 2024 (nota come Legge Capitali), che già dal nome si pone l'obiettivo di rendere più competitivi i mercati dei capitali e la quotazione. L'analisi interpretativa, norma per norma, colloca le novità nel contesto sistematico ed esamina le principali questioni anche alla luce della prassi applicativa e, ove utile, del diritto UE, con cenni alle esperienze straniere. Il testo è corredato da brevi saggi finali, di taglio economico-aziendale, che ampliano lo sguardo a temi rilevanti in ottica di politica del diritto, ma risultano anche concretamente utili per una più compiuta lettura delle regole e dei fenomeni che queste governano. Le diversificate prospettive ed esperienze degli autori, pur tutti riconosciuti esperti della materia, compongono una disamina approfondita e ricca di spunti di questo fondamentale provvedimento normativo.

I contenuti di questo volume possono essere fruiti anche in formato digitale attraverso la piattaforma XLIGO. Tutti i **provvedimenti normativi e giurisprudenziali** citati nel testo sono disponibili integralmente e **sempre aggiornati**. Grazie al motore di ricerca della piattaforma XLIGO potrai facilmente trovare ciò che cerchi all'interno di tutti i volumi **Pacini Giuridica** disponibili in formato **SMART BOOK**. Potrai ricercare per argomento o per data e navigare agevolmente tra i contenuti del volume e le correlazioni (fonti normative e sentenze).

Crea la tua **Biblioteca digitale** attraverso il sistema SMART BOOK. Grazie alle numerose fonti normative e giurisprudenziali presenti nella piattaforma XLIGO, avrai sempre a disposizione **una vera e propria Banca dati sempre aggiornata**.



Piergaetano Marchetti è Professore emerito di diritto commerciale all'Università Bocconi e ha fatto parte delle commissioni che hanno predisposto il TUF del 1998 e la delega per la riforma del diritto societario del 2003, è componente del Comitato di Esperti per il Codice di Corporate Governance. Autore di numerose pubblicazioni in materia di diritto societario, finanziario e della concorrenza, è direttore di riviste scientifiche, tra cui la *Rivista delle società e Concorrenza e mercato*.

Marco Ventoruzzo è Professore ordinario di diritto commerciale all'Università Bocconi, dove dirige la Law Area della SDA. Già Full Professor of Law alla Penn State University Law School negli Stati Uniti e direttore del Max Planck Institute di Lussemburgo sul diritto dei mercati finanziari, è membro della attuale commissione per la riforma del TUF e ha fatto parte di quella per la redazione del Codice della crisi d'impresa approvato nel 2022. Dirige tra le altre la *Rivista delle società e European Company and Financial Law Review*.



€ XX,00

COMMENTARIO ALLA LEGGE CAPITALI

P. MARCHETTI E M. VENTORUZZO

Pacini
Giuridica

i **COMMENTARI**
di giurisprudenza e dottrina

COMMENTARIO ALLA LEGGE CAPITALI

Legge 5 marzo 2024, n. 21

A CURA DI
**PIERGAETANO MARCHETTI
E MARCO VENTORUZZO**



Inclusa
la versione
digitale del
volume con
fonti sempre
aggiornate

SMART BOOK

Pacini
Giuridica

i COMMENTARI

di giurisprudenza e dottrina

- Giuseppe Fauceglia, *Impresa e società*
- Silvia Nicodemo e Marco Susanna, *Società a partecipazione pubblica*
- *Processo tributario*, a cura di Bruno Cucchi, Giovanni Puoti e Federica Simonelli
- *Commentario al codice della privacy*, a cura di Riccardo Sciaudone (Seconda edizione)
- *Commentario al codice antimafia*, a cura di Ranieri Razzante
- Sido Bonfatti, *Commentario al testo unico bancario*
- *Commentario al testo unico della finanza*, a cura di Giuseppe Cavallaro
- Alessandro Nicotra, *Commentario al testo unico delle spese di giustizia*
- Carlo Morselli, *Commentario al testo unico dell'immigrazione*
- *Commentario alla Legge Capitali*, a cura di Piergaetano Marchetti e Marco Ventrone

COMMENTARIO ALLA LEGGE CAPITALI

Legge 5 marzo 2024, n. 21

recante interventi a sostegno della competitività dei capitali
e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni
in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui
al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni
in materia di società di capitali contenute nel codice civile
applicabili anche agli emittenti

a cura di

Piergaetano Marchetti e Marco Ventoruzzo

ATTIVA IL TUO SMART BOOK

Per consultare questo volume in formato digitale con tutte le correlazioni, registrati su *pacineditore.xligo.com* o accedi se sei già registrato. Attiva il volume nella homepage del sito inserendo il codice che trovi qui sotto.

Se hai già acquistato altri **SMART BOOK** Pacini Giuridica, questo volume andrà ad aggiungersi alla tua personale **Biblioteca digitale**.

I contenuti di questo volume saranno disponibili sulla piattaforma XLIGO per cinque anni a partire dalla data di pubblicazione dell'opera.

CODICE

© Copyright 2024 by Pacini Editore Srl

ISBN 978-88-3379-719-9

Realizzazione editoriale



Via A. Gherardesca
56121 Pisa

Responsabile di redazione
Gloria Giacomelli

Fotolito e Stampa
IGP Industrie Grafiche Pacini

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941 n. 633.

Indice sommario

<i>Premessa</i> di PIERGAETANO MARCHETTI e MARCO VENTORUZZO..... »	VII
Art. 1 <i>Disposizioni in materia di offerta fuori sede</i> , di Lukas Plattner..... »	1
Art. 2 <i>Estensione della definizione della categoria di piccole e medie imprese emittenti azioni quotate</i> , di Filippo Annunziata..... »	4
Art. 3 <i>Dematerializzazione delle quote di piccole e medie imprese</i> , di Filippo Annunziata..... »	6
Art. 4 <i>Riforma della disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi</i> , di Ermanno La Marca..... »	10
Art. 5 <i>Estensione alle società aventi azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione della facoltà di redigere il bilancio secondo i principi contabili internazionali</i> , di Giovanni Strampelli..... »	24
Art. 6 <i>Disposizioni in materia di flottante</i> , di Andrea Sacco Ginevri..... »	29
Art. 7 <i>Modifica alla disciplina in materia di sottoscrizioni di obbligazioni emesse da società per azioni e di titoli di debito emessi da società a responsabilità limitata</i> , di Stefano Cacchi Pessani..... »	32
Art. 8 <i>Semplificazione delle procedure di ammissione alla quotazione</i> , di Marta Sassella..... »	44
Art. 9 <i>Modifiche alla disciplina di approvazione del prospetto e della responsabilità del collocatore</i> , di Paola Lucantoni..... »	58
Art. 10 <i>Abrogazione dell'obbligo di segnalazione delle operazioni effettuate dagli azionisti di controllo</i> , di Federico Urbani..... »	64
Art. 11 <i>Svolgimento delle assemblee delle società per azioni quotate</i> , di Sara Pietra Rossi..... »	71
Art. 12 <i>Lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate</i> , di Marco Ventoruzzo..... »	84
Art. 13 <i>Disposizioni in materia di voto plurimo</i> , di Giulio Sandrelli..... »	107
Art. 14 <i>Disposizioni in materia di voto maggiorato</i> , di Giulio Sandrelli..... »	107
Art. 15 <i>Disposizioni in materia di enti di cui al decreto legislativo 30 giugno 1994, n. 509, e al decreto legislativo 10 febbraio 1996, n. 103</i> , di Luca Zitiello..... »	132

Art. 16 <i>Semplificazione del regime di vigilanza sulle Sicav e Sicaf eterogestite</i> , di Paolo Valensise e Marco Sacchetti .. »	135
Art. 17 <i>Semplificazione delle modalità di rappresentanza per l'esercizio dei diritti di voto in assemblea</i> , di Sara Pietra Rossi .. »	143
Art. 18 <i>Disposizioni in materia di limite all'attivo delle banche popolari</i> , di Maria Lucia Passador .. »	146
Art. 19 <i>Delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti</i> , di Piergaetano Marchetti .. »	151
Art. 20 <i>Modifiche alla disciplina di cui all'articolo 24 della legge 28 dicembre 2005, n. 262, con riferimento al risarcimento del danno</i> , di Simone Alvaro .. »	168
Art. 21 <i>Modifiche alla disciplina delle incompatibilità per i componenti e i dirigenti della Consob, della Banca d'Italia e dell'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni</i> , di Marcello Bianchi .. »	178
Art. 22 <i>Poteri di contrasto dell'attività pubblicitaria riferibile a soggetti non autorizzati</i> , di Filippo Annunziata .. »	185
Art. 23 <i>Modifiche ai poteri sanzionatori della Consob</i> , di Simone Alvaro .. »	188
Art. 24 <i>Disposizioni in materia di enti di cui al decreto legislativo 30 giugno 1994, n. 509, e al decreto legislativo 10 febbraio 1996, n. 103</i> , di Luca Zitiello .. »	199
Art. 25 <i>Misure in materia di educazione finanziaria</i> , di Sara Pietra Rossi .. »	202
Art. 26 <i>Misure per rafforzare l'operatività del Patrimonio Destinato</i> , di Federico Urbani .. »	209
 MASSIMO BELCREDI, <i>Una valutazione economico-finanziaria della Legge Capitali alla luce della competizione tra ordinamenti</i> .. »	217
CARLO BELLAVITE PELLEGRINI - RACHELE CAMACCI, <i>Spunti dalla storia recente delle imprese italiane: esigenze aziendali, strumenti giuridici e sviluppo dei mercati</i> .. »	231
STEFANO CAPIELLO - LUCA FERRAIS, <i>Dal "Libro Verde" alla "Legge Capitali" e oltre, tra obiettivi economici e vincoli normativi</i> .. »	243
ANDREA VISMARA, <i>Cosa resta da fare per la crescita del mercato dei capitali. La prospettiva di un operatore</i> »	255

Art. 13

Disposizioni in materia di voto plurimo

1. All'articolo 2351, quarto comma, ultimo periodo, del codice civile, la parola: «tre» è sostituita dalla seguente: «dieci».

Art. 14

Disposizioni in materia di voto maggiorato

1. Al testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, sono apportate le seguenti modificazioni:

a) all'articolo 106, dopo il comma 5, è inserito il seguente:

«5-bis. L'obbligo di offerta non sussiste se le soglie sono superate per effetto della maggioranza dei diritti di voto conseguente a un'operazione di fusione, trasformazione transfrontaliera o scissione proporzionale realizzata ai sensi del decreto legislativo 2 marzo 2023, n. 19, laddove in ciascuno dei suddetti casi non vi sia una modifica del rapporto di controllo, diretto o indiretto, sulla società risultante da dette operazioni»;

b) l'articolo 127-quinquies è sostituito dal seguente:

«Art. 127-quinquies. – (Maggiorazione del voto) – 1. Gli statuti possono disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 4.

2. Gli statuti possono altresì disporre l'attribuzione di un voto ulteriore alla scadenza di ogni periodo di dodici mesi, successivo alla maturazione del periodo di cui al comma 1,

in cui l'azione sia appartenuta al medesimo soggetto iscritto nell'elenco previsto dal comma 4, fino a un massimo complessivo di dieci voti per azione. Per gli azionisti che hanno maturato la maggiorazione di cui al comma 1 e che sono iscritti nell'elenco previsto dal comma 4 alla data dell'iscrizione della delibera assembleare che modifica lo statuto ai sensi del presente comma, il periodo di maturazione ulteriore inizia a decorrere da tale data.

3. Gli statuti possono altresì prevedere che colui al quale spetta il diritto di voto possa irrevocabilmente rinunciare, in tutto o in parte, al voto maggiorato di cui al comma 1 o al comma 2.

4. Gli statuti stabiliscono le modalità per l'attribuzione del voto maggiorato previsto dai commi 1 e 2 e per l'accertamento dei relativi presupposti, prevedendo in ogni caso un apposito elenco. La Consob stabilisce con proprio regolamento le disposizioni di attuazione del presente articolo al fine di assicurare la trasparenza degli assetti proprietari e l'osservanza delle disposizioni del titolo II, capo II, sezione II, della presente parte. Restano fermi gli obblighi di comunicazione previsti in capo ai titolari di partecipazioni rilevanti.

5. La cessione dell'azione a titolo oneroso o gratuito ovvero la cessione diretta o indiretta

di partecipazioni di controllo in società o enti che detengono azioni a voto maggiorato previsto dai commi 1 e 2 in misura superiore alla soglia prevista dall'articolo 120, comma 2, comporta la perdita della maggiorazione del voto. Se lo statuto non dispone diversamente, il diritto di voto maggiorato:

a) *è conservato in caso di successione per causa di morte nonché in caso di fusione e scissione del titolare delle azioni;*

b) *si estende alle azioni di nuova emissione in caso di aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 del codice civile.*

6. *Il progetto di fusione o di scissione di una società il cui statuto prevede la maggiorazione del voto di cui ai commi 1 e 2 può prevedere che il diritto di voto maggiorato spetti anche alle azioni spettanti in cambio di quelle a cui è attribuito voto maggiorato. Tale previsione trova applicazione anche nel caso di un'operazione di fusione, scissione o trasformazione transfrontaliera ai sensi del decreto legislativo 2 marzo 2023, n. 19. Lo statuto può prevedere che la maggiorazione del voto si estenda proporzionalmente alle azioni emesse in esecuzione di un aumento di capitale mediante nuovi conferimenti.*

7. *Le azioni cui si applica il beneficio previsto dai commi 1 e 2 non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile.*

8. *La maggiorazione del voto ai sensi del comma 1 non attribuisce il diritto di recesso, mentre la maggiorazione del voto ai sensi del comma 2 attribuisce il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437 del codice civile.*

9. *Qualora le deliberazioni di modifica*

dello statuto di cui al comma 8 siano adottate nel corso del procedimento di quotazione in un mercato regolamentato delle azioni di una società non risultante da una fusione che coinvolga una società con azioni quotate, la relativa clausola può precedere che ai fini del possesso continuativo previsto dai commi 1 e 2 sia computato anche il possesso anteriore alla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 4.

10. *Se lo statuto non dispone diversamente, la maggiorazione del diritto di voto si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale. La maggiorazione non ha effetto sui diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale.*

11. *Nei casi di fusione, scissione o trasformazione transfrontaliera ai sensi del decreto legislativo 2 marzo 2023, n. 19, o ai sensi dell'articolo 25, comma 3, della legge 31 maggio 1995, n. 218, se la società risultante da dette operazioni è una società con azioni quotate o in corso di quotazione, lo statuto può prevedere che, ai fini del computo del periodo continuativo previsto al comma 1, rilevi anche il periodo di titolarità ininterrotta prima dell'iscrizione nell'elenco previsto dal comma 4 di azioni con diritto di voto della società incorporata, scissa o soggetta a trasformazione comprovata dall'attestazione rilasciata da un intermediario autorizzato ovvero con altri mezzi idonei ai sensi dell'ordinamento dello Stato che disciplina la società incorporata, scissa o soggetta a trasformazione».*

di Giulio Sandrelli

SOMMARIO: 1. Introduzione. Sintesi degli interventi normativi. – 2. Genesi delle norme e lavori preparatori. – 3. Le modifiche sul voto multiplo nel quadro attuale della concorrenza tra ordinamenti. – 3.1. (*Segue*). Il quadro europeo. – 3.2. (*Segue*). Le scelte del legislatore italiano. – 4. La “maggiorazione ulteriore”. Caratteristiche, opzioni statutarie e prime implicazioni applicative. – 5. (*Segue*). L'introduzione in statuto della maggiorazione ulteriore. Il problema della parità di trattamento dei soci. – 6. (*Segue*). Il recesso *ex art. 127-quinquies*, comma 8, TUF. – 7. Le disposizioni relative alle operazioni transfrontaliere. – 8. (*Segue*). La retroattività del computo in caso di società non quotata: ricadute sistematiche. – 9. La nuova esenzione dall'opa obbligatoria. – 10. (*Segue*). La modifica del

rapporto di controllo. Il problema del superamento involontario delle soglie. – 11. La disposizione in tema di voto plurimo.

1. Introduzione. Sintesi degli interventi normativi.

Le due norme in commento – dedicate alle fattispecie che definiremo, secondo diffusa convenzione, di “voto multiplo” – completano il capitolo della Legge Capitali dedicato agli aspetti strettamente societari.

La portata innovativa di tali norme va anzitutto evidenziata alla luce del Libro Verde del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) dedicato a «La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita», a cui il legislatore si è espressamente richiamato (ATN, pp. 3 ss.). Infatti, lo studio di modifiche alla «disciplina domestica in materia di strutture azionarie a voto multiplo» costituisce una delle direttrici individuate dal MEF per realizzare il primo obiettivo di riforma, cioè «facilitare il processo di *listing* e la permanenza nei mercati, in particolare da parte delle PMI» (MEF, *Libro verde*, pp. 20, 31). Inoltre, al voto multiplo è significativamente dedicato, in sede europea, il primo disegno legislativo nell'ambito del c.d. *Listing Act package*, cioè l'insieme di misure volte a rendere i mercati dei capitali nell'Unione più “attrattivi” per le società europee (COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Direttiva MVS*).

L'art. 13 della Legge Capitali interviene sull'art. 2351, comma 4, c.c.: innalza da *tre* a *dieci* il fattore moltiplicativo del *voting power* associato ad *azioni a voto plurimo*, lasciando per il resto invariata la fattispecie di riferimento, così come invariato rimane l'art. 127-*sexies* TUF. Le azioni a voto plurimo restano dunque ammesse nelle sole società con azioni non quotate su un mercato regolamentato; sono conservabili, però, in caso di successiva quotazione, e comunque possono essere emesse da società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione (es. Euronext Growth).

L'art. 14 della Legge Capitali, invece, dispone, *in primo luogo*, la sostituzione redazionale dell'art. 127-*quinquies* TUF, dedicato alla *maggiorazione del voto*. Le effettive modifiche introdotte sono le seguenti:

(a) gli statuti possono prevedere un incremento graduale della maggiorazione di voto, *i.e.* un voto in più ogni 12 mesi di possesso continuato dell'azione, fino a un massimo di 10 voti per azione (art. 127-*quinquies*, comma 2). Si tratta di un meccanismo di maggiorazione *ulteriore*, che si innesta sulla maggiorazione “base” previgente (cioè attribuzione di voto doppio subordinatamente al possesso continuato per 24 mesi: art. 127-*quinquies*, comma 1, TUF), dotato però – come vedremo – di una sua disciplina parzialmente autonoma e differenziata;

(b) l'introduzione in statuto della maggiorazione “ulteriore” «attribuisce» diritto di recesso, mentre resta ferma la regola per cui l'introduzione della sola maggiorazione “base” non lo attribuisce (comma 8);

(c) la maggiorazione di voto (tanto “base” quanto “ulteriore”) può essere conservata in caso di fusione o scissione *anche* transfrontaliera (ex decreto legislativo 2 marzo 2023, n. 19); a ciò si aggiunge la previsione sulla conservabilità del voto maggiorato in ipotesi di *trasformazione* transfrontaliera (comma 6);

(d) a certe condizioni, il possesso continuato anteriore all'iscrizione nell'elenco ex comma 4 è computabile in caso di fusione, scissione o trasformazione transfrontaliera *se* la società risultante da tali operazioni è una società con azioni quotate o in corso di quotazione (comma 11).

In secondo luogo, l'art. 14 della Legge Capitali introduce una esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto, riferita al caso in cui le soglie di rilevanza siano superate per effetto di maggiorazione del voto *conseguita* a un'operazione transfrontaliera (ex d.lgs. 19/2023), *sempre che* non vi sia una «modifica del rapporto di controllo, diretto o indiretto» sulla società risultante dall'operazione. Si tratta di un'esenzione *ex lege*, non rimessa, nella sua declinazione, alla potestà regolamentare della Consob, come invece previsto per le fattispecie di esenzione (anche in tema di fusione e scissione) dell'art. 106, comma 5, TUF.

Nel complesso, gli interventi portati dall'art. 14 non mutano in radice l'impianto di disciplina della maggiorazione di voto. In particolare, rimane inalterato l'ambito soggettivo di applicazione, che è

quello delle società con azioni *quoted* o *quotande* su un *mercato regolamentato* (cfr. art. 127-*quinquies*, comma 8, TUF): un meccanismo di maggiorazione rimane dunque non (espressamente) contemplato per le altre società per azioni, ancorché le stesse abbiano capitale diffuso e accedano a sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati. Resta peraltro aperta la discussione sull'adozione di clausole di maggiorazione negli statuti delle società non *quoted* (per una sintesi e per gli opportuni riferimenti, (MOSCO-)LO PREIATO, p. 1669), ricordando che ad effetti comparabili potrebbe comunque pervenirsi – secondo l'opinione maggioritaria – con l'emissione di azioni il cui voto plurimo sia condizionato al possesso continuativo per un certo periodo di tempo (esprime tuttavia riserve BARCELLONA, 2016b, pp. 587 s.).

2. Genesi delle norme e lavori preparatori.

Il percorso di elaborazione dei due articoli in commento non è stato lineare. Il Libro Verde prefigurava genericamente interventi sulle strutture a «voto multiplo», ma menzionava, nello specifico, il solo rafforzamento del moltiplicatore del voto *plurimo* «a favore delle società di possibile futura quotazione». Coerentemente, il disegno di legge presentato in prima lettura al Senato non contemplava interventi sulla maggiorazione del voto, ma conteneva il solo art. 13: quest'ultimo si è poi conservato nella formulazione attuale, mentre nel corso dei lavori parlamentari non hanno trovato accoglimento gli emendamenti presentati in materia, come quello (Tajani e altri) che contemplava una clausola statutaria di decadenza del voto plurimo dopo un certo periodo di tempo.

La novella dell'art. 127-*quinquies* TUF è stata inserita a lavori parlamentari in corso, attraverso un certo numero di emendamenti *bipartisan* (poi in parte assorbiti o tra loro coordinati) presentati alla 6a Commissione permanente della Camera (Finanze e Tesoro), che esaminava il testo in sede referente. È noto che l'intervento sul voto maggiorato – già incoraggiato da alcune associazioni di categoria (ad es. ASSONIME, p. 9; CONFINDUSTRIA, p. 10) – è stato anche suscitato dalla notizia della trasformazione transfrontaliera di un'importante società quotata (Brembo S.p.A., che ha trasferito la propria sede in Olanda, portando così a 13, secondo quanto risulta, il numero di società quotate italiane “migrate” verso tale ordinamento). Il legislatore si è orientato verso un intervento, come vedremo, eccentrico rispetto alla direttrice di riforma europea e improntato all'obiettivo di prevenire *in corsa* operazioni di “fuga” di società *già quotate* in Italia verso ordinamenti percepiti come tolleranti rispetto a strutture con accentuata disparità tra investimento e voto.

Peraltro, come ricordato in premessa, il legislatore non è intervenuto sull'ambito di applicazione soggettivo dell'art. 127-*quinquies* TUF e non ha espressamente sancito l'ammissibilità del voto maggiorato nelle società quotate, ad esempio, solo su un MTF (sono anzi stati respinti, alla Camera, emendamenti in tal senso). Si tratta di scelta singolare, se l'obiettivo era quello di potenziare gli strumenti a disposizione degli azionisti stabili in fase di accesso al mercato dei capitali (si pensi a Euro-next Growth), ma che forse si giustifica nell'ottica di un coordinamento con il progetto di direttiva sulle strutture con azioni a voto plurimo adottata nell'ambito del c.d. *Listing Act package*, che è rivolta a società che si quotano su sistemi multilaterali di negoziazione e non contempla le *loyalty shares* (di poi “Direttiva MVS”; v. *infra*, par. 3.1).

È il caso di segnalare, “al negativo”, il mancato accoglimento di istanze (anche oggetto di emendamento sia al Senato, sia alla Camera) già in passato emerse nel corso del dibattito intorno al Libro Verde del MEF.

Ad esempio, il legislatore non è intervenuto sul *prezzo dell'opa obbligatoria* in presenza di azioni a voto plurimo. Normalmente, le azioni in questione non vengono quotate sul mercato, perché sono in mano a soci stabili non interessati ad assicurare il flottante necessario per l'ammissione al listino; vengono dunque quotate le sole azioni ordinarie (così è, nel momento in cui si scrive, per tutte le 6 società quotate su Euronext Milan che abbiano emesso anche azioni a voto plurimo). Ciò comporta che, in caso di cambio del controllo (che transita giocoforza da una *private transaction* sulle azioni potenziate) il prezzo d'opa riconosciuto alle minoranze viene determinato, *ex art.* 106, comma 2, TUF sulla base del prezzo storico delle azioni ordinarie e non incorpora, quindi, il premio di cui be-

neficiano i (soli) detentori del controllo; così frustrando una delle finalità fondamentali dell'obbligo di opa nel sistema europeo (in argomento, ad es., LAMANDINI, 2015b, pp. 493 s.). Il tema diviene oggi quanto mai rilevante in presenza di coefficienti di moltiplicazione del voto fino a 10x (BORSA ITALIANA, p. 20; CONSOB, 2023a, p. 10).

Quanto al *voto maggiorato*, non sono state recepite le istanze di chi, da più parti, invocava un bilanciamento della maggiorazione potenziata con *meccanismi di neutralizzazione* protettivi per le minoranze, in linea con altri ordinamenti europei che ammettono le *loyalty shares* e con la tendenza europea manifestata nella Direttiva MVS (c.d. *sunset clauses*, *in primis*, nonché delimitazione *ex lege* delle materie assembleari nelle quali sia ammesso il voto maggiorato, *whitewash*, ecc.: cfr., *ex multis*, ASSOGESTIONI, pp. 8, 13 s.; TREVISAN, pp. 22 ss.). Sulla (difficile) introduzione per via statutaria di tali temperamenti v. *infra*, par. 4.

Infine, il legislatore non è intervenuto su questioni che hanno fatto registrare divergenze interpretative nel primo decennio di applicazione del decreto legge 24 giugno 2014, n. 91. Si pensi, per fare qualche esempio: al problema della conservazione del voto maggiorato in caso di trasferimenti infragruppo (cfr. ASSONIME, 2015, p. 466); alla spettanza (o meno) del recesso in caso di eliminazione statutaria della maggiorazione (VENTORUZZO, p. 524; MARCHISIO, pp. 108 ss.; BARCELLONA, 2016b, pp. 3967 s.); al coordinamento tra maggiorazione e *record date* (MARCHETTI, 2015, p. 448); a varie questioni che interessano il rapporto tra maggiorazione e opa obbligatoria (cfr. MOSCA, 2015, pp. 873 ss.; ABRIANI-BARCELLONA, pp. 1 ss.). Vi è altresì la questione legata all'interferenza tra maggiorazione del voto e diritti di usufrutto e pegno, oppure contratti di prestito titoli, là dove si pone l'interrogativo se la maggiorazione si perda (o il *vesting period* s'interrompa) in conseguenza di tali vicende costitutive o traslative (ASSONIME, 2015, p. 45; (MOSCO)-LOPREIATO, p. 1727). È appena il caso di segnalare che la perdita dei benefici (attuali o maturandi) della maggiorazione in conseguenza della perdita (temporanea) del possesso giuridico delle azioni costituisce elemento che nei fatti può discriminare la fruibilità del meccanismo di *loyalty* da parte degli investitori professionali che normalmente ricorrono al prestito titoli nell'ordinaria gestione del loro portafoglio. È auspicabile che alcune fra tali questioni possano essere oggetto di intervento in attuazione della delega di riforma organica prevista dall'art. 19 della Legge Capitali.

Il presente commento si concentrerà dunque sulle sole modifiche apportate dagli artt. 13 e 14 della Legge Capitali. Per il resto, si rinvia alle trattazioni dedicate agli istituti della maggiorazione e del voto plurimo nel loro complesso (*in primis*, anche per la bibliografia completa, BARCELLONA, 2016a e 2016b; nonché RIMINI, pp. 261 ss.).

Vedremo, peraltro, che alcune delle modifiche apportate all'art. 127-*quinquies* TUF proiettano luce nuova su questioni interpretative pregresse (ad esempio, in materia di recesso o di computabilità del possesso azionario anteriore all'iscrizione nell'elenco), suggerendo forse una evoluzione delle soluzioni fino a oggi prospettate. Di ciò si darà comunque conto.

3. Le modifiche sul voto multiplo nel quadro attuale della concorrenza tra ordinamenti.

Prima di procedere con l'analisi puntuale delle norme in commento, è utile richiamare, sia pure per cenni, il contesto internazionale nel quale esse si inseriscono.

A partire dagli anni successivi alla crisi finanziaria del 2007-2008, si è registrata una tendenza di progressivo allontanamento dal paradigma "un'azione, un voto" nelle società per azioni aperte, a opera tanto della legislazione di molti ordinamenti, quanto dei regolamenti di mercato e delle prassi statutarie. Tra le diverse possibili forme di deviazione dal paradigma in questione (cfr. ISS E ALTRI), gli schemi che ricorrono al voto multiplo (tanto nella forma della maggiorazione, quanto delle categorie di azioni a voto plurimo) hanno conosciuto lo sviluppo più rilevante (per un quadro comparatistico aggiornato, cfr. PEREIRA, pp. 222 ss., con *focus* su UE e Regno Unito; GURREA-MARTÍNEZ, pp. 476 ss., anche con riferimento a ordinamenti non europei).

Se si guarda alle *forze di mercato*, la tendenza in atto appare il frutto di una accresciuta competizione tra i gestori dei mercati borsistici per attrarre emittenti sui propri listini assicurando meccani-

smi protettivi (di volta in volta e a seconda degli ordinamenti coinvolti) per i soci di controllo (privati o pubblici), per gli investitori più stabili, per gli amministratori in carica; ciò in un contesto generale in cui la quotazione in borsa è percepita sempre meno quale *driver* efficace di crescita delle imprese ed è perciò in crisi (cfr. ad es. DE FONTENAY; DOIDGE E ALTRI). La concorrenza tra gestori è favorita dal processo di globalizzazione degli scambi azionari, che non parrebbe subire il riflusso indotto dai recenti fenomeni di *reshoring*. Le determinanti di tale competizione debbono, a mio avviso, essere ancora compiutamente indagate (per comprendere, ad esempio, le ragioni per cui rispetto alla diffusione del voto multiplo appaia recessiva la posizione degli investitori istituzionali, i quali tradizionalmente lo avversano, essendo meno compatibile con i loro modelli di investimento; alcuni spunti in PACCES; e v., per quanto riguarda le norme in commento, ASSOGESTIONI).

Parallelamente a questa evoluzione di mercato, la discussione, *sul piano teorico*, dei benefici e delle criticità degli schemi di voto multiplo – da sempre molto aperta (per i riferimenti essenziali: ISS E ALTRI, pp. 1 ss.; ALVARO E ALTRI, pp. 9 ss.; SPOLIDORO, pp. 134 ss.; VENTORUZZO, pp. 512 ss.; MOSCO-(LOPREIATO), pp. 1673 ss.) – si è allargata alla considerazione di un novero più ampio di variabili rispetto al passato (tendenza precorsa, in Italia, dalla dottrina più sensibile: v. MARCHETTI, 2016, pp. 2 s.; SPOLIDORO, pp. 138 s.). Infatti, alla dimensione tradizionale che guarda (in modo critico) al problema delle azioni a voto multiplo dall'angolo di visuale dei c.d. *control-enhancing mechanisms* (cfr. nella nostra dottrina, ad esempio, FERRARINI 2006, pp. 24 ss.), si è aggiunta la prospettiva di chi vede nel voto multiplo uno strumento per favorire investimenti *long term* (v. già LIPTON; oggi anche nell'ottica di una rinnovata attenzione agli obiettivi di sostenibilità, per quanto ambigue possano apparire tali chiavi di lettura: STELLA RICHTER *jr*, 2021), nonché quella che individua nelle strutture azionarie “*dual class*” uno strumento per preservare “attrattività” alla quotazione di borsa, specialmente agli occhi dei fondatori delle società a più elevato potenziale tecnologico; ciò sul presupposto che dalla quotazione possano trarre beneficio sia la crescita delle imprese, sia il sistema finanziario nel suo complesso (per un'articolata esposizione di queste ragioni e per gli opportuni riferimenti, v. GURREA-MARTÍNEZ, pp. 480 ss.; in prospettiva critica, peraltro, v. ad es. BEBCHUK-KASTIEL).

In verità, il dibattito sulle azioni a voto multiplo non verte (più) tanto sulla loro desiderabilità “in assoluto”, quanto sul confronto tra le diverse tipologie di schemi adottabili (ad es., azioni a voto plurimo *vs. loyalty shares*) e sui presidi e contrappesi da elaborare (se del caso anche con il ricorso a norme imperative) a protezione di azionisti (e *stakeholders*) potenzialmente pregiudicati dalla loro adozione. Vi è infatti consapevolezza che gli schemi di voto multiplo si originano e “reagiscono” in modo differente nei diversi ordinamenti, in funzione del grado di concentrazione dell'azionariato, della capitalizzazione media di borsa, del peso del settore finanziario rispetto ad altre *industries*, della impostazione più o meno “managerialista” del diritto societario e, non ultimo, del tipo e del grado di tutela degli azionisti di minoranza nella *corporate governance* e a fronte di trasferimenti del controllo (es. opa obbligatoria) (sull'importanza di tali fattori, che può condurre a risposte diverse, v. ampiamente GURREA-MARTÍNEZ, pp. 503 ss.).

In effetti, guardando *agli studi empirici*, le evidenze disponibili risentono delle diverse provenienze geografiche, oltre che dei diversi settori nei quali il voto multiplo viene sperimentato; ciò che contribuisce, in parte, a spiegare gli esiti non univoci cui tali ricerche pervengono in ordine agli effetti di lungo termine sul valore delle imprese e sul prezzo delle azioni (rinvio ancora a GURREA-MARTÍNEZ, pp. 484 ss. per una rassegna analitica).

Gli studi in questione si concentrano prevalentemente sulle strutture *dual class* (i.e. a voto plurimo), anziché sulle *loyalty shares*; il che rende l'analisi meno interessante ai nostri fini. Ad ogni modo, se è dato rinvenire un “filo rosso” in tale messe di ricerche, esso pare ricondursi al fatto che le azioni a voto multiplo (in genere) tendono a esaurire i loro effetti *value-increasing* nell'arco di alcuni anni (cfr. ad es. CREMERS E ALTRI; BARAN E ALTRI). Ciò può spiegarsi con un duplice rilievo. Specialmente nelle società *high tech*, il potenziamento del voto può realizzare, in fase di IPO, l'aspettativa che il controllo della società rimanga stabilmente nelle mani di un fondatore che si fa garante, per così dire, dei processi innovativi. Il venir meno del fondatore, o un fisiologico passaggio di con-

trollo, determinano la dispersione di quel valore che le azioni *multiple voting* contribuivano a proteggere. Inoltre – e più in generale – va considerato che nel lungo termine possono manifestarsi fenomeni di estrazione di benefici privati del controllo non compiutamente prevedibili in fase di IPO. Nel caso delle *loyalty shares*, poi, la perdita del voto maggiorato in caso di trasferimento dei pacchetti azionari (e dunque la parziale impossibilità di monetizzarlo) incoraggia fenomeni di “infeudamento” (*lock-in*) che ostacolano il mercato del controllo su tali società.

Queste osservazioni – qui solo sommariamente richiamate – portano a una prima conclusione di massima: e cioè che, specie negli ordinamenti in cui i presidi di tutela delle minoranze sono meno forti, le strutture *multiple voting* dovrebbero poter essere temperate da meccanismi che ne limitino l'efficacia nel tempo. Non per forza ciò deve avvenire per via legislativa, se l'autonomia privata (regole dei gestori dei mercati, interazione tra azionisti di controllo e investitori) è in condizione di supplire autonomamente (il caso del Regno Unito e degli Stati Uniti dimostra il raggiungimento di soluzioni di equilibrio in assenza di intervento normativo: GURREA-MARTÍNEZ, pp. 491 ss.).

3.1. (Segue). *Il quadro europeo.* – In tale quadro globale, il mercato europeo attraversa una delicata fase di transizione (per uno sguardo d'insieme v. GERNER E ALTRI; FERRARINI, 2023, pp. 9 ss.).

Sotto un primo versante, si assiste a un relativo accentuarsi della concorrenza tra ordinamenti, specie all'indomani della Direttiva sulle operazioni transfrontaliere (Direttiva (UE) 2019/2121). Il fenomeno viene da alcuni ritenuto modesto su scala europea (FERRARINI, 2023). Tuttavia, non può trascurarsi la recente diffusione in molti Stati membri di interventi che agevolano l'adozione di assetti di voto multiplo (PEREIRA, pp. 222 ss.; HODGSON), il che non pare essere soltanto frutto dell'agire di variabili endogene ai singoli ordinamenti. Oltre alla Francia – che conosce dal 1996 la maggiorazione del voto a 2x, divenuta, con la *Loi Florange* del 2021, la regola di *default* per le società quotate – le *loyalty shares* si sono diffuse in Spagna (dal 2021, con voto doppio per possesso continuato di 24 mesi, *quorum* assembleari rafforzati per l'introduzione e voto di “conferma” quinquennale) e in Belgio (dal 2019: anche qui voto doppio dopo 24 mesi). In Portogallo, dal 2022, la legge ammette il voto plurimo (fino a 5x) nelle società quotate; ed è recentissima (dicembre 2023) l'approvazione del *ZuFinG* tedesco, che ha introdotto nell'*Aktiengesetz* (§§ 12 e 135a) la possibilità (del tutto inedita in quell'ordinamento) di creare categorie di azioni a voto plurimo (fino a 10x) da parte di tutte le società per azioni; facoltà sfruttabile dalle società quotande (ma non già quotate), essendo a richiedo, per la modifica statutaria, il voto unanime degli azionisti. Tali sistemi si aggiungono a quelli degli Stati membri (Olanda, Lussemburgo, Danimarca, Svezia, Finlandia e altri) che da tempo ammettono il voto plurimo.

Che la concorrenza fra Stati membri giochi in un ruolo critico è quanto meno evidente per l'Italia, che, nell'ultimo decennio, ha visto un certo numero di società quotate trasferire la propria sede all'estero e, soprattutto, in Olanda (in 9 casi su 15 nel campione 2000-2021 esaminato da BELCREDI E ALTRI, i quali rilevano, per contro, la minore portata del diverso fenomeno di società italiane che scelgono il *relisting* delle proprie azioni su un diverso mercato europeo). Questi autori trovano evidenza statisticamente rilevante del fatto che il trasferimento della sede all'estero è motivato da *forum shopping* associato all'introduzione di strutture di voto multiplo (*ivi*, 7). Del resto, sono le stesse relazioni degli emittenti interessati a porre quale prima motivazione del trasferimento l'adozione di «una struttura flessibile del capitale sociale per consentire alla Società (...) di mantenere e ulteriormente rafforzare una solida e stabile base azionaria» (così, per fare un solo esempio, la relazione all'assemblea del consiglio di amministrazione di Brembo S.p.A., 20 giugno 2023).

Per vero, un'analisi (per quanto sommaria) sia dell'assetto normativo olandese, sia degli statuti delle società italiane che hanno trasferito in Olanda la propria sede legale restituisce un quadro più complicato. Da una parte, l'apparente libertà statutaria assicurata dall'assenza di legislazione specifica sul voto maggiorato è in realtà presidiata da orientamenti giurisprudenziali che attuano in modo piuttosto incisivo, a tutela delle minoranze, i principi generali di uguaglianza e di parità di trattamento tratti dalla legislazione europea e sanciti nel codice civile olandese (in tema ad es. DE JONGH, pp. 34

ss.; AA.Vv. per Centro Studi Guido Rossi). Dall'altra parte, l'assenza di norme *ad hoc* costringe a scelte statutarie alquanto complesse: alla "maggiorazione" si giunge infatti mediante emissioni stratificate di azioni di categoria a voto plurimo riservate ai soci che progressivamente conseguono il possesso prolungato, secondo meccaniche per certi versi bizantine (per una descrizione, SCHOONBROOD-KLEIN BRONSVOORT, pp. 802 ss.; istruttiva è la lettura degli statuti delle società italiane quotate trasferitesi in Olanda). Risulta, poi, che il fattore di dissociazione tra potere di voto ed *economic ownership* (c.d. *wedge ratio*) delle società trasferite nei Paesi Bassi non è significativamente superiore a quello degli emittenti italiani che hanno introdotto la maggiorazione del voto: 14,5% contro 12,7% (sul primo dato, cfr. BELCREDI E ALTRI, p. 7; sul secondo, cfr. CONSOB, 2023b, p. 15). In altri termini, nelle società "migrate" in Olanda la "leva" raggiunta con meccanismi di *loyalty shares* non pare – quanto meno ad oggi – significativamente superiore a quella riscontrata nel nostro Paese.

Questi elementi lasciano intendere – ma è territorio da esplorare con ulteriore ricerca – che, almeno in parte, la "migrazione" verso i Paesi Bassi (e si noti: non verso altri ordinamenti che pure ammettono strutture *multiple voting* più "marcate" di quelle italiane) sia motivata da fattori diversi e di carattere per così dire infrastrutturale (efficienza e liquidità dei mercati, diversa disposizione degli investitori istituzionali, percezione dei rapporti con le autorità di vigilanza, ecc.).

Sotto un secondo versante, è in corso un processo di armonizzazione europea delle legislazioni in materia di voto *plurimo*. Nel contesto della Capital Markets Union – e specificamente delle misure dirette a «promuovere e diversificare l'accesso ai finanziamenti da parte di imprese innovative e di piccole dimensioni» – la Commissione ha proposto l'adozione di una direttiva «sulle strutture con azioni a voto plurimo» (7 dicembre 2022, COM(2022) 761 final). La motivazione è che il timore di perdita del controllo da parte dei «fondatori» e delle «famiglie» nelle piccole e medie imprese (PMI) costituisca uno dei principali deterrenti rispetto alla quotazione (così nella relazione illustrativa al testo della proposta).

A seguito del confronto con il Consiglio (un accordo di massima è stato raggiunto il 1° febbraio 2024), il progetto di Direttiva MVS risulta indirizzato alle sole PMI che intendano quotarsi su un sistema multilaterale di negoziazione (anche diverso da un c.d. *growth market*); le nuove norme non riguarderebbero, dunque, né le grandi imprese, né le quotazioni sui mercati regolamentati. Va poi precisato che il progetto non riguarda gli schemi di maggiorazione del voto (*loyalty shares*) – cui la Commissione attribuisce la diversa funzione di fidelizzazione dell'investimento di lungo termine (e non di *control-enhancing mechanism*) – per i quali sono fatte salve le previsioni degli Stati membri (cfr. art. 3 del progetto di direttiva).

Secondo la proposta, gli Stati membri devono prevedere correttivi e tutele che assicurino il trattamento equo e non discriminatorio degli azionisti e di coloro che non possiedano azioni a voto plurimo. In particolare, viene imposta l'introduzione delle modifiche statutarie prima della quotazione, a maggioranza qualificata, con l'approvazione da parte delle assemblee di categoria interessate (artt. 4 e 5, par. 1). Deve essere inoltre previsto un coefficiente massimo di voti plurimi in rapporto al totale, oppure una neutralizzazione dei voti potenziati in caso di delibere da adottarsi a maggioranza qualificata (art. 5, par. 1). Sono opzionali altri meccanismi di neutralizzazione (condizioni risolutive, *sunset clauses*, ecc.: art. 5, par. 2).

3.2. (Segue). *Le scelte del legislatore italiano.*

Tracciato il quadro d'insieme, risulta più agevole inquadrare le scelte di politica del diritto attuate con la Legge Capitali. Scelte che – si prescinde qui, ovviamente, da un giudizio sul merito – appaiono improntate all'esigenza di contrastare la spinta concorrenziale proveniente dagli Stati membri più aperti agli schemi *multiple voting*; ciò in un contesto percepito come emergenziale, nel quale si avverte la necessità di fornire agli emittenti già quotati strumenti incentivanti adeguati.

Sul fronte delle *azioni a voto plurimo*, con l'impianto immutato che ne prevede l'introduzione solo pre-quotazione, l'assetto risultante dagli artt. 2351, comma 4, c.c. e 125-sexies TUF si pone in linea con le direttrici tracciate dalla Commissione europea, anche se – diversamente da quanto avviene, ad

esempio, nella recente legislazione tedesca – la nostra disciplina rimane allo stato sprovvista di quei correttivi che il progetto di Direttiva MVS chiede agli Stati membri di prevedere o considerare (sia pure nel diverso e circoscritto ambito delle azioni a voto plurimo emesse da PMI). È, questo, uno spazio di intervento per il legislatore delegato in fase di più organica riforma della materia.

Sul fronte del *voto maggiorato*, il legislatore si muove fuori dall'alveo del progetto di direttiva, che per l'appunto non riguarda (e fa salva) la previsione a livello nazionale di *loyalty shares*. Qui, la possibilità di introdurre il potenziamento ulteriore (*ex* comma 2 del novellato art. 127-*quinquies* TUF) appare strutturalmente pensata per una adozione “in corsa” da parte di emittenti che già prevedono la maggiorazione “base”. Verosimilmente, le assemblee degli emittenti in questione adotteranno la relativa modifica statutaria con il voto determinante di coloro che già votano “doppio” e cioè, guardando all'azionariato tipico di tali società, gli azionisti di controllo o di riferimento (attualmente – annotano MOSCA, 2019 e BELCREDI, 2022, p. 9 – nel 51% dei casi il voto maggiorato consente agli azionisti di riferimento di controllare l'assemblea straordinaria); le minoranze *single voting* si troveranno a subire un tale mutamento di assetti senza specifica voce in capitolo, non essendo stati previsti né meccanismi di *white-wash*, né maggioranze rafforzate per l'adozione (il che è del resto coerente con la constatazione di chi vede nella maggiorazione del voto in Italia uno strumento di mero consolidamento del controllo: RIMINI, pp. 284 ss.). È previsto il correttivo del recesso, con il rischio, però, che tale rimedio, condizionato com'è dall'andamento storico della quotazione del titolo, non consenta di proteggere adeguatamente il valore di investimento in fase di *exit*.

Il legislatore pare dunque legittimare, con il nuovo art. 127-*quinquies*, un meccanismo nel quale l'introduzione “a scena aperta” di una maggiorazione fino a 10x potrebbe esporre il titolo a flessioni (scontando ad esempio un progressivo infeudamento del controllo) con minoranze prigioniere di una decisione adottata da un gruppo di soci strutturalmente predestinato a conseguire (anche) la “maggiorazione ulteriore”. Ritengo che questo risultato non sia privo di implicazioni giuridiche e vi tornerò a breve analizzando le nuove disposizioni. Va in ogni caso constatato che l'esigenza di arginare il fenomeno “migratorio” ha prevalso sull'attenzione a individuare meccanismi adeguati per la protezione delle minoranze, specie se si guarda alle soluzioni adottate in gli altri ordinamenti che ammettono le *loyalty shares* e all'apparato di tutele apprestato dall'art. 5 del progetto di Direttiva MVS (quali *quorum* deliberativi rafforzati per l'introduzione del voto potenziato, neutralizzazione di quest'ultimo nelle deliberazioni assembleari per la cui approvazione sia prevista una maggioranza qualificata, termine finale di efficacia del potenziamento, condizioni risolutive).

A ciò va aggiunta la disciplina volta a favorire l'appetibilità del “rimpatrio” di società con headquarters e azionariato di riferimento italiani, le quali hanno in precedenza trasferito all'estero la propria sede legale. In questo caso, si è operato per deroghe ed esenzioni da applicare alle operazioni transfrontaliere di “rientro” (*ex* d.lgs. 19/2023), con due obiettivi di fondo: assicurare la conservazione dei benefici di maggiorazione goduti “all'estero”, anche mediante un'apposita esenzione dall'opa obbligatoria. Vedremo che, in molti casi, la necessità di evitare disparità di trattamento (che non paiono giustificarsi in ragione della sola natura transfrontaliera di un'operazione per di più intra-comunitaria) impone soluzioni interpretative che quanto meno allineino il regime applicabile alle operazioni straordinarie domestiche alle fattispecie *cross-border*.

4. La “maggiorazione ulteriore”. Caratteristiche, opzioni statutarie e prime implicazioni applicative.

Il nuovo comma 2 dell'art. 127-*quinquies* TUF introduce un meccanismo di incremento aggiuntivo del potere di voto (che definiremo per comodità “maggiorazione ulteriore”), innestato sulla maggiorazione “base” del comma 1 già in vigore e così caratterizzato: (i) possibilità di attribuire quantitativamente fino a massimi 10 voti per azione; (ii) scaglionamento nel tempo di tale maggiorazione ulteriore: un voto in più ogni 12 mesi.

A regime (cioè a 8 anni dall'introduzione in statuto della maggiorazione ulteriore, per le società che già prevedono la maggiorazione base), un socio già oggi “maggiorato” cui faccia capo il 9,09%

del capitale dell'emittente disporrà della maggioranza dei diritti di voto e sarà in grado di controllare l'assemblea ordinaria; l'assemblea straordinaria sarà controllabile con il 16,67% del capitale; ciò nell'ipotesi in cui si faccia ricorso alla leva massima consentita e nessun altro socio maturi alcuna maggioranza. BELCREDI, 2022, p. 6 ha così schematizzato il quadro:

Tabella 1

Voti necessari per controllare assemblea in presenza di voto multiplo/maggiorato					
(HP: Solo socio di riferimento detiene azioni a voto multiplo/maggiorato)					
	No. voti x azione (k)				
Voti per azione socio di riferimento	1	2	3	5	10
Voti (x) per controllare assemblea					
ordinaria					
50%	50.00%	33.33%	25.00%	16.67%	9.09%
straordinaria					
66.67%	66.67%	50.00%	40.00%	28.57%	16.67%

Operando calcoli inversi, si può determinare il grado di diluizione dei soci che non maturino maggioranza: e così, ad esempio, un azionista che a t_0 detenga il 10% del capitale, si troverà, a regime, a essere diluito all'1,8% dei diritti di voto.

Partiamo dalle osservazioni più semplici. La “maggiorazione ulteriore” integra un regime *distinto* dalla “maggiorazione base” del comma 1: ciò non solo per la sua collocazione all’interno del novellato art. 127-*quinquies* TUF, ma per le sue caratteristiche. Infatti, il *vesting period* per singolo voto è *più breve* rispetto al caso “base” (12 anziché 24 mesi). Inoltre, la maggiorazione ulteriore può appunto innescarsi *solo dopo* che si sia perfezionata la maggiorazione “base”. In sostanza, la curva della maggiorazione si inclina verso l’alto dopo i primi 24 mesi, premiando più rapidamente gli azionisti che rimangono fedeli dopo i primi due anni.

Tale autonomia di situazioni è in effetti valorizzata dal legislatore. Non solo è prevista – in chiave evidentemente transitoria – una introduzione in statuto della “maggiorazione ulteriore” *separata* rispetto alla “maggiorazione base” (« Gli statuti possono altresì disporre... »); soprattutto, come già anticipato, è diverso il trattamento delle due tipologie di maggiorazione ai fini del recesso. Per la maggiorazione *ex* comma 1 rimane ferma la regola di non spettanza del recesso, mentre per quella *ex* comma 2 il recesso viene riconosciuto (sulle conseguenze sistematiche di tale previsione torneremo al par. 6). Per il resto, nel novellato art. 127-*quinquies* TUF i due commi iniziali vengono sempre richiamati insieme, tranne che nel comma 11, a proposito della computabilità del periodo di titolarità anteriore all’operazione transfrontaliera, dove però il mancato richiamo del comma 2 pare frutto di una svista.

Tenuto conto della distinzione che lo stesso legislatore ha tracciato, gli statuti hanno l’opzione di definire la maggiorazione ulteriore con maglie più strette rispetto a quella di base, così da bilanciare il potenziamento del voto con misure protettive della generalità degli azionisti e attente al ceto degli investitori istituzionali.

Ad esempio, l’operatività della maggiorazione *ex* comma 2 potrebbe essere riconosciuta soltanto in relazione a *certe materie* e non ad altre: si pensi a una clausola che escluda i voti “dal triplo in su” in caso di revoca e azione di responsabilità contro gli amministratori, o in materia di remunerazione (soluzione, questa, che risulta già adottata almeno da una società quotata con *loyalty shares*), oppure in relazione a certe modifiche statutarie o a materie per le quali lo stesso statuto preveda *quorum* deliberativi rafforzati, sulla falsariga di quanto previsto nel menzionato progetto di Direttiva MVS (cfr. in particolare l’art. 5, par. 1, lett. (b)). Parimenti, la “maggiorazione ulteriore” potrà essere assoggettata (in modo differenziato da quella base) a termine finale (o a condizione risolutiva) secondo il modello della *sunset*

clause spesso invocato nel dibattito sul tema che ci occupa e pure contemplato dalla Direttiva MVS. O, ancora, la società potrà valutare di introdurre la clausola di neutralizzazione *ex art. 104-bis* TUF con riferimento ai soli voti conseguiti in forza della maggioranza ulteriore.

Più difficile si prospetta l'attuazione di accorgimenti *investor-friendly* in sede di introduzione della maggioranza ulteriore. Ad esempio, se lo statuto volesse neutralizzare, nella sola assemblea straordinaria chiamata a deliberare a riguardo, i voti doppi già conseguiti dai soci, sarebbe necessaria una *preventiva* modifica statutaria e, forse, anche il riconoscimento del diritto di recesso in capo ai soci dissenzienti (v. al par. 6). Considerazioni analoghe varrebbero ove si volesse percorrere la strada del c.d. *white-wash*, che pure nel corso dei lavori preparatori alcuni operatori avevano suggerito di prevedere *ex lege* quale condizione per l'efficacia della delibera che introduce la maggioranza ulteriore. Invero, senza apposita previsione statutaria, un'applicazione estemporanea del *white-wash* finirebbe per alterare il *quorum* deliberativo previsto.

Sul piano operativo, la maggioranza ulteriore comporterà la necessità che l'elenco di cui all'art. 127-*quinquies*, comma 4 (2 prev.), TUF si arricchisca di ulteriori sezioni, o comunque di strumenti che consentano di tracciare e datare nel tempo il potere di voto via via conseguito dal singolo azionista iscritto in relazione alle partecipazioni acquistate nel tempo. Ciò richiederà, quindi, che gli emittenti i quali introducano la maggioranza ulteriore aggiornino i propri statuti anche in relazione alla disciplina dell'elenco (indicativo l'esempio di Amplifon S.p.A., la prima società a essersi avvalsa della norma in commento immediatamente dopo l'entrata in vigore della Legge Capitali). Si prospetta, poi, l'opportunità di una modifica, a opera della Consob, dell'art. 143-*quater* del Regolamento Emittenti (giusta la delega contenuta nel comma 4 (2 prev.) dell'art. 127-*quinquies* TUF). Non mancano aspetti sui quali gli statuti potranno opportunamente intervenire in sede di introduzione della maggioranza ulteriore: ad esempio per prevedere che, in caso di aumento di capitale, così come in caso di fusione e scissione (art. 127-*quinquies*, comma 5), vengano assegnate ai soci nuove azioni con "anzianità di voto" differenziata e proporzionale a quelle possedute (si v., in tal senso, lo statuto di Amplifon S.p.A., quale sottoposto al voto dell'assemblea del 30 aprile 2024).

Nel corso dell'*iter* di approvazione della Legge Capitali, la Consob ha richiamato l'attenzione sulle complessità operative indotte dal "tracciamento" della maggioranza ulteriore (CONSOB, 2023b, 12). In effetti, poiché ogni maturazione del beneficio, ma anche ogni cessione di partecipazione, determina una variazione del numero complessivo dei diritti di voto, la crescita del moltiplicatore fino a 10x e "periodi di osservazione" più lunghi sono destinati ad accrescere la frequenza delle oscillazioni, con conseguenti effetti: (i) *sugli azionisti*, per i quali monitorare la propria partecipazione ai diritti di voto (anche ai fini opa) diverrà più oneroso, in ragione appunto di un monte di diritti di voto più volatile (si rinvia a TREVISAN, p. 23, per considerazioni sulle specifiche complessità operative per gli investitori istituzionali); (ii) *sugli intermediari*, in considerazione del maggior numero di certificazioni che saranno tenuti a fornire *ex art. 44* del Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob 13 agosto 2018 (c.d. Regolamento Post-Trading); si è osservato – CONSOB, 2023b, p. 13 – che un aggravio operativo deriverà dalla creazione di codici ISIN diversi non più soltanto per distinguere azioni senza maggioranza da azioni con voto doppio, ma per differenziare, ora, in un ventaglio che potenzialmente si amplia fino a 10x, le diverse "anzianità" di voto progressivamente conseguite; (iii) *sugli emittenti*, tenuti per le stesse ragioni a gestire un maggior numero di comunicazioni degli intermediari: il che potrebbe rendere non più praticabile un aggiornamento continuativo o frequente dell'elenco in questione; di conseguenza, potrebbero determinarsi opacità o arbitraggi in grado di ripercuotersi sull'andamento delle negoziazioni.

In tale contesto, va segnalata la prospettica rilevanza del criterio *last in, first out* (LIFO) attualmente adottato dal Regolamento Post-Trading (art. 44, comma 6) e, in futuro, da interpretarsi guardando alla pluralità di sezioni dell'elenco collegate al gradiente di maggioranza. In caso di cessione parziale del pacchetto di un socio (o di rinuncia parziale alla maggioranza), occorrerà procedere secondo un meccanismo scalare: le azioni a "uscire" per prime dall'elenco saranno quelle iscritte per ultime, cioè quelle che hanno conseguito la maggioranza più bassa (tipicamente 2x); esaurita tale sezione, "usciranno" le azioni che hanno conseguito il coefficiente immediatamente successivo (es. 3x), e così via.

5. (Segue). L'introduzione in statuto della maggiorazione ulteriore. Il problema della parità di trattamento dei soci.

Per quanto riguarda le società quotate il cui statuto, all'entrata in vigore della norma in commento, non preveda *alcuna* maggiorazione di voto, nonché alle società in fase di IPO (cfr. art. 127-*quinquies*, comma 9 (7 prev.), TUF) che intendano dotarsene, la strada più lineare sarà quella di introdurre in statuto un'unica *previsione* che contempli tanto la maggiorazione "base" del comma 1 quanto quella, nuova, del comma 2. Torneremo in seguito sull'interrogativo se spetti il diritto di recesso in questa ipotesi.

Considerando, invece, l'ipotesi di introduzione della sola "maggiorazione ulteriore" nello statuto di una società quotata che già prevedeva quella di base, si ripropone anzitutto la questione del rapporto con eventuali categorie azionarie preesistenti (tema ampiamente esplorato, nel regime precedente alla novella, da MARCHETTI, 2016, GIAMPAOLINO, VENTORUZZO, BARCELLONA, 2016b – e v. per una sintesi (MOSCO)-S. LOPREIATO). In coerenza con un condivisibile approdo interpretativo già consolidatosi, è prospettabile che – così come per la maggiorazione base – lo statuto possa attribuire quella ulteriore esclusivamente ai soci possessori di una certa categoria di azioni con diritto di voto (ad esempio, le sole azioni a voto limitato); e ciò – aggiungerei – quand'anche la maggiorazione di base fosse stata invece attribuita a tutti i soci (o quanto meno a tutti i possessori di azioni con diritto di voto). Si tratta comunque di evenienza allo stato teorica, attesa la scarsa diffusione sul nostro mercato borsistico di categorie di azioni a voto limitato.

Questione diversa e più rilevante riguarda le società nelle quali azionisti che già dispongono di voto doppio controllino o comunque siano determinanti nell'assemblea chiamata a deliberare sulla maggiorazione ulteriore (si è accennato alla rilevanza di questa fattispecie al par. 3.2). In questi casi, i soci già "maggiorati" sono in condizione di far introdurre un meccanismo che, da un lato, è ulteriormente diluitivo per le minoranze e, dall'altro, pone gli stessi soci già "maggiorati" al momento dell'adozione in posizione di vantaggio rispetto agli altri, perché accederanno in minor tempo ai nuovi "gradini" di voto potenziato. In questo senso, la precisazione di *non retroattività* del computo del periodo aggiuntivo (art. 127-*quinquies*, comma 2, seconda frase) cristallizza la posizione di vantaggio così conseguita.

Nel dibattito che ha preceduto l'emanazione della norma, è in effetti questa la situazione valutata più criticamente, sebbene sia proprio qui che – come abbiamo visto – l'intervento legislativo realizza la sua funzione di *argine* contro la tendenza "migratoria" in atto.

Sul piano giuridico, la situazione in esame si presta (con qualche semplificazione) a essere esaminata secondo tre chiavi di lettura. La prima è quella del *conflitto di interessi* dei soci "già maggiorati". Senonché, appare assai difficile ravvisare un interesse *extrasociale* di tali azionisti in relazione all'ulteriore potenziamento del loro voto, che è connesso e funzionale al loro investimento nella società e si iscrive, dunque, in una logica di interesse pienamente "sociale" (sui caratteri di extrasocialità dell'interesse in conflitto nelle società quotate, sia consentito, anche per riferimenti, il rinvio a SANDRELLI, pp. 134 ss.). L'art. 2373 c.c. pare quindi "strutturalmente" inapplicabile al caso in esame. La norma sul conflitto di interessi potrebbe forse entrare in gioco nel particolare caso di fusione considerato dall'art. 127-*quinquies*, comma 11, TUF: ipotizziamo che un socio dell'incorporante esprima voto determinante a favore di un'operazione *value-decreasing*, indotto dall'aspettativa di poter controllare la società risultante dall'operazione grazie al computo retroattivo del «periodo di titolarità ininterrotta» del pacchetto di azioni che possiede anche nell'incorporata: qui, in effetti, allorché vota nell'incorporante, il socio è portatore di un interesse extrasociale, derivante cioè dal suo investimento anche nell'incorporata. Sul punto si tornerà al par. 7.

La seconda chiave di lettura è quella dell'*abuso di maggioranza*, perpetrato – come si dice – "nella neutralità dell'interesse sociale". La dimensione è quella di un conflitto *tra soci*, nel quale una modifica degli assetti di voto venga strumentalizzata in chiave oppressiva ai danni di una minoranza da diluire (per un inquadramento della fattispecie, v. ad es. GUERRERA, 2004, pp. 180 ss.; il medesimo

Autore ha rilevato, in generale, l'acuirsi dei rischi di abuso nelle società con strutture di voto potenziato: cfr. GUERRERA, 2016, pp. 51 ss.). In questo caso, non può escludersi che l'introduzione della maggiorazione ulteriore si ponga in contrasto con il dovere di correttezza tra i soci (applicabile anche nelle società quotate: cfr. ad es. ANGELICI, in ANGELICI-LIBERTINI, pp. 1013 ss.; STELLA RICHTER *jr*, pp. 290 ss.). Tuttavia, l'invalidità della deliberazione e la conseguente responsabilità risarcitoria saranno in concreto invocabili solo là dove sia possibile dimostrare, sulla base delle circostanze del caso, che i soci "già maggiorati" hanno – per così dire – approfittato dell'opportunità offerta dalla novella legislativa per realizzare un disegno di diluizione di minoranze sgradite. Si pensi, in un contesto già conflittuale, alla neutralizzazione di una minoranza di blocco rispetto a deliberazioni per le quali lo statuto preveda un *quorum* rafforzato. Per contro, l'argomento di una generica intenzione oppressiva nei confronti della minoranza non troverà terreno fertile, posto che la diluizione in conseguenza della maggiorazione ulteriore – nelle società che già hanno adottato quella di base – è il naturale effetto che il legislatore prefigura nel nuovo art. 127-*quinquies*, comma 2, TUF.

Infine, vi è la questione della *parità di trattamento*, che ha costituito terreno di discussione già in occasione dell'originaria introduzione dell'art. 127-*quinquies* TUF (v. soprattutto MARCHETTI, 2016, 6 s.; ANGELICI-LIBERTINI, pp. 3, 6, 22 e *passim*; BIANCHI, pp. 398 ss.; GIAMPAOLINO, pp. 789 ss.) e che, poi, è stata alla base delle pronunce giurisprudenziali olandesi cui in precedenza si è fatto cenno (par. 3.1). Questa è in effetti la chiave di lettura più pregnante, a motivo del peculiare atteggiarsi della maggiorazione, la quale dipende dal comportamento *del socio* e non dalle caratteristiche *dell'azione* (il che pone fuori gioco le tutele basate sugli artt. 2348 e 2376 c.c.), anche se all'azione pur sempre si riconduce (è in definitiva l'azione a portare il voto doppio, triplo, ecc.).

In passato, si è esclusa la violazione della parità di trattamento allorché lo statuto attribuisca la maggiorazione ai titolari di una sola categoria di azioni con diritto di voto, perché *tutti* gli azionisti possessori di quelle azioni potrebbero conseguirla (MARCHETTI, 2016, p. 7). Si è invece ravvisata una disparità rilevante quando vengano modificate "in corsa" le regole per il conseguimento della maggiorazione (es.: *vesting period*, coefficiente di potenziamento, regime di maggiorazione in caso di operazioni straordinarie), posto che, in tal caso, potrebbero esservi soci che hanno già conseguito il voto potenziato e altri che, durante il periodo di maturazione, subiscono una modifica nelle condizioni per il futuro conseguimento (GIAMPAOLINO, pp. 790 s.; v. anche, nell'ottica del recesso, PEDERSOLI, pp. 555 ss.).

Nel caso qui in esame (*id est*, introduzione della maggiorazione ulteriore quando i soci "di riferimento" già hanno conseguito voto doppio), si può ravvisare una disparità sul piano (per così dire) sia formale, sia sostanziale. Sotto un profilo *formale*, si noterà che la linea di partenza per conseguire il nuovo potenziamento non è uguale per tutti i soci, perché quelli già "maggiorati" partono più vicini al traguardo. Sotto un profilo più *sostanziale* (che cioè guarda agli interessi in gioco), i soci "maggiorati" si trovano già in posizione di influenza sulla società, al punto che da essere – questa è l'ipotesi in esame – determinanti per l'approvazione della modifica statutaria: ciò fa emergere una sorta di "sviamento" della funzione propria della maggiorazione, la quale da incentivo all'investimento stabile si trasforma in strumento di rafforzamento di un controllo o di una influenza notevole già acquisiti. Si noti: tale "sviamento" non è confinato al piano delle motivazioni individuali degli azionisti, ma diviene oggettivo se si considera che, in uno scenario in cui gli azionisti maggiorati già *controllano*, almeno in via di fatto, l'assemblea dell'emittente, le *chances* che la maggiorazione di voto possa recare in futuro una qualche utilità ad altri azionisti "fedeli" sono di fatto nulle (almeno fintanto che i soci di controllo non abbiano raggiunto il coefficiente massimo di maggiorazione, oppure gli stessi vendano le azioni o rinuncino alla maggiorazione). In altri termini, solo un gruppo di soci può beneficiare in misura apprezzabile dei vantaggi portati dalla maggiorazione ulteriore.

Ora, è in base a questa incoerenza tra *funzione tipica* e *scopo perseguito* che la giurisprudenza olandese – nei casi Royal DSM (Hoge Raad, 14 dicembre 2007) e Mediaset For Europe (MFE) (Gerechtshof Amsterdam, 1° settembre 2020) – ha censurato l'introduzione di meccanismi di *loyalty*. Nel caso MFE, la Corte d'Appello di Amsterdam ha ravvisato nelle previsioni di potenziamento del voto

introdotte con la fusione transfrontaliera un intento segregativo del potere di controllo del socio di maggioranza relativa Fininvest ai danni del socio Vivendi, che sarebbe stato costretto al lancio dell'opa in caso di conseguimento della maggioranza. È significativo che, in tale contesto, le corti olandesi abbiano fatto applicazione di un principio di uguaglianza interpretato alla luce della parità di trattamento di fonte europea (cfr. ad es. l'art. 4 della Direttiva 2007/36/CE) e dell'elaborazione della Corte di Giustizia dell'UE.

Tuttavia, in prima analisi, non sembra che queste linee argomentative possano trovare cittadinanza nell'ambito del novellato art. 127-*quinquies* TUF. Partendo dal tema *sostanziale* (quello dello "sviamento" di scopo), l'assetto normativo italiano è oggi dotato, rispetto all'ordinamento olandese, di una previsione (il nuovo comma 2) che *specificamente contempla* la situazione di disparità che si vorrebbe censurare, là dove menziona «gli azionisti che hanno maturato la maggioranza di cui al comma 1 (...) alla data di iscrizione della delibera assembleare» che introduce la maggioranza ulteriore. Sarebbe contraddittorio se il legislatore reprimesse il *proprium* della norma di nuova emanazione, per discutibile che lo si ritenga in base a considerazioni giuspolitiche. E – si ripete – ove il potenziamento del voto fosse introdotto con finalità oppressive o discriminatorie nei confronti di certi soci o gruppi di soci, resterebbero pur sempre i rimedi contro l'abuso di maggioranza.

Anche se si guarda al problema *formale* (quello degli azionisti che, a fronte del traguardo della nuova maggioranza, partono da distanze diverse), vi è il rischio che una difesa, su basi di parità di trattamento, dello *status quo* degli assetti di voto scada nella pretesa di un diritto al rango, invocato rispetto al mantenimento delle reciproche situazioni individuali di potere nella società (il "gruppo" di coloro che hanno conseguito il voto doppio *contro* quello dei soci *single-vote*). Questa pretesa contrasta con la ricostruzione oggi preferibile (v. per una sintesi D'ATTORRE, pp. 232 ss.) secondo cui le modifiche alla disciplina statutaria dei diritti di voto, quand'anche non assicurino il rispetto delle proporzioni di partecipazione originarie, sono consentite a maggioranza, e la tutela dei soci svantaggiati si ancora semmai – se ne sussistono i presupposti – al diritto di recesso *ex art. 2437*, comma 1, lett. g), c.c.; recesso da riconoscersi, in linea di principio, non soltanto a fronte di modifiche ai diritti portati *dalle azioni*, ma anche a fronte di alterazioni dei diritti di voto spettanti in considerazione *della partecipazione* dell'azionista: si pensi a quanto avviene in caso di introduzione ed eliminazione a maggioranza di limitazioni soggettive al voto *ex art. 2351*, comma 3, c.c. (v. specificamente, nel rapporto fra recesso e parità di trattamento in queste ipotesi D'ATTORRE, p. 242; LIBERTINI, in ANGELICI-LIBERTINI, p. 10; POMELLI, pp. 510 ss.; diversamente orientato, ma rispetto a una fattispecie peculiare, LAMANDINI, 2015b, pp. 1726 ss.).

6. (Segue). Il recesso *ex art. 127-quinquies*, comma 8, TUF.

Va interpretata in quest'ottica, ad avviso di chi scrive, la scelta legislativa di riconoscere espressamente il diritto di recesso in occasione dell'introduzione della maggioranza ulteriore. E sempre in quest'ottica va indagato il rapporto tra il recesso riferito alla modifica di cui al comma 2 dell'art. 127-*quinquies* TUF e la negazione di recesso riferita all'introduzione della maggioranza *ex* comma 1.

Se il voto maggiorato viene introdotto *ex novo*, il socio dissenziente continua a rimanere privo di *exit* perché – pur incidendo *lato sensu* sul diritto di voto – la delibera assicura formale parità di accesso al voto potenziato (formale, s'intende, perché nella sostanza sappiamo esservi soci per loro natura portati all'investimento stabile e altri portati o vincolati al breve termine). Se invece, in una società che già prevede la maggioranza di base (e dove – come è naturale – vi sono soci che già hanno maturato il doppio voto), viene introdotta la maggioranza ulteriore, il diritto di recesso funziona quale rimedio nei confronti di una situazione caratterizzata da disparità di trattamento.

Se il presupposto di analisi è corretto, possono avanzarsi alcune ipotesi applicative:

(i) ove una società *ex ante* priva di maggioranza del voto introducesse, in unica soluzione, tanto la maggioranza "base" *ex art. 127-quinquies*, comma 1, quanto la maggioranza *ex* comma 2, il recesso non pare invocabile, a dispetto del tenore letterale del comma 8; e ciò perché, in tal caso, tutti

i soci possono accedere alla maggiorazione dalla stessa “linea di partenza” e non vi sono quindi disparità di trattamento da correggere (la mia ricostruzione è accolta nella recentissima Circolare Assonime n. 6/24, pp. 99 ss.);

(ii) per contro, il recesso *ex* comma 8 potrebbe ritenersi applicabile nella fattispecie, caratterizzata da disparità analoghe a quelle del comma 2, della società quotanda che introduca il voto maggiorato in via “retroattiva”, computando il possesso anteriore alla data di iscrizione nell’elenco dei soci fedeli (cfr. nuovo comma 9 (7 prev.)): si tratta di una situazione rispetto alla quale in passato erano stati sollevati problemi di costituzionalità (LIBERTINI, in ANGELICI-LIBERTINI, p. 10) o di cui si era predicata un’interpretazione restrittiva (MARCHETTI, 2016, p. 4; BARCELLONA, 2016b, p. 3970; (MOSCO)-LOPREIATO, p. 1724). Alla stessa conclusione dovrebbe giungersi, a mio avviso, con riferimento alla retrodatazione del *vesting period* in caso di fusione (domestica) *ex* commi 6 e 11 (v. *infra*, par. 8);

(iii) non pare, invece, che dal recesso *ex* comma 8 possano trarsi indicazioni sul trattamento da riservare alla delibera di soppressione (totale o parziale) o modifica del regime di maggiorazione applicabile a tutti i soci, perché quella delibera non presenta profili di disparità di trattamento in termini di *level playing field*; vengono piuttosto in rilievo l’ambito di applicazione dell’art. 2437, lett. g), c.c. e, più specificamente, la questione dell’incidenza della soppressione su posizioni individuali di maggiorazione già maturata o in corso di maturazione (sul punto, la dottrina è divisa: per la non spettanza, ad esempio, MARCHETTI, 2016, p. 5; BARCELLONA, 2016b, pp. 3967 s.; *contra*, GUIZZI, p. 160; (MOSCO)-LOPREIATO, p. 1750; distingue diverse situazioni, anche in relazione alla già conseguita o solo potenziale maggiorazione, PEDERSOLI, pp. 555 ss.);

(iv) sotto altro profilo, non pare che dalla mera previsione del recesso *ex* comma 8 possa trarsi un’indicazione favorevole all’introduzione di clausole di maggiorazione (o loro modifiche) a favore di alcuni soci o gruppi di soci soltanto: a ben vedere, qui non è solo in gioco la parità di accesso alla maggiorazione, bensì più radicalmente il problema se possa darsi considerazione a profili e situazioni individuali dell’azionista nel configurare statutariamente i suoi diritti di voto (v. ad es. PORTALE, pp. 137 ss.).

In effetti, la questione *sub* (iii) – e in parte anche quella *sub* (iv) – richiedono di indagare sulle ricadute sistematiche più ampie del recesso *ex* art. 127-*quinquies*, comma 8, TUF (indagine impedita dai limiti del presente commento). Vi sarebbe cioè da chiedersi se il riconoscimento del recesso in caso di maggiorazione ulteriore possa corroborare l’orientamento che vede il recesso *ex* art. 2437, comma 1, lett. g), c.c. invocabile in occasione di qualsivoglia intervento statutario incidente sul diritto di voto (vuoi che lo stesso tocchi le caratteristiche dell’azione, vuoi che incida direttamente o indirettamente sul potere di voto individuale dei soci), così confermando la tesi (GUIZZI, p. 159; LIBERTINI, in ANGELICI-LIBERTINI, pp. 10 s.; GIAMPAOLINO, p. 791; MARCHISIO, pp. 110 ss.) che individua nel mancato riconoscimento del recesso in caso di introduzione della maggiorazione “di base” un’eccezione al principio generale portato dalla norma codicistica; oppure se sia il riconoscimento del recesso *ex* comma 8 a porsi quale disposizione eccezionale, mentre l’art. 2437 c.c. resterebbe inapplicabile nel «caso in cui la potenza di voto sia alterata come riflesso dell’intervento sul voto di altre azioni» (MARCHETTI, 2016, p. 5; nello stesso senso ANGELICI, in ANGELICI-LIBERTINI, pp. 27 e *passim*).

7. Le disposizioni relative alle operazioni transfrontaliere.

L’art. 127-*quinquies* TUF si arricchisce di due disposizioni dedicate alla maggiorazione del voto nelle operazioni transfrontaliere, oggi disciplinate nel d.lgs. 19/2023.

La *prima*, innestata nel comma 6 (4 prev.), estende alle operazioni transfrontaliere la previsione sul “trasferimento” del voto multiplo alle azioni assegnate in cambio di quelle originariamente dotate di maggiorazione (sulla disciplina previgente, v. ampiamente BIANCHI, pp. 402 ss.). Di per sé, la precisazione non ha portata innovativa particolare per le operazioni di *fusione* e *scissione*, al punto che ci si può chiedere se già non fosse implicita in base alla disciplina previgente, considerata l’esigenza, alla luce dei principi di libertà di stabilimento, di non discriminare operazioni *cross-border* rispetto a quelle domestiche.

Più significativo è il riferimento alla *trasformazione*: si parla, evidentemente, di un'operazione dove l'Italia è lo «Stato di destinazione» ex art. 6 del d.lgs. 19/2023; ed emerge la già ricordata volontà legislativa di incoraggiare il “rimpatrio” di società basate nel nostro Paese, che a suo tempo avevano trasferito la propria sede legale all'estero.

Così come nel caso della fusione e della scissione, l'estensione del voto maggiorato alle azioni emesse in base alla legge italiana è ancorato al presupposto che, pre-trasferimento, operassero forme di maggiorazione del voto (*ex lege*, come in Francia, o per opzione statutaria, come in altri ordinamenti). Dovendosi comparare istituti propri di ordinamenti diversi, occorre ancorarsi ai caratteri tipologici della nostra maggiorazione, prescindendo dalla categorizzazione giuridica. A me sembra che la previsione in commento possa trovare applicazione in presenza di meccanismi di *loyalty* che, in base alla legge dello «Stato di partenza», attribuiscono un potenziamento del voto in ragione del possesso continuativo di azioni per un certo periodo di tempo e, per converso, ne prevedano il venir meno in caso di disposizione delle azioni o di rinuncia. In linea di principio, quindi, l'art. 127-*quinquies*, comma 6, TUF non permetterebbe di “conservare”, *sub specie* di *maggiorazione*, il voto potenziato di cui gli azionisti della società trasformata disponessero, nell'ordinamento di origine, in forza di azioni a *voto plurimo* che, riferito all'azione, prescinde dalla continuità di possesso e non si perde con la cessione del titolo.

Tale conclusione va però precisata. In primo luogo, in base all'ordinamento di origine, la società trasformata potrebbe avere emesso categorie di azioni a voto sì plurimo, ma sottoscrivibili solo subordinatamente al soddisfacimento di requisiti di possesso continuato, nonché soggette a conversione forzata, annullamento o riscatto in caso di interruzione di tale possesso: è questo un meccanismo diffuso in Olanda, dove – come ricordato (par. 3.1) – la legge non contempla l'istituto delle *loyalty shares* e ai relativi effetti si perviene mediante assetti costruiti sulle azioni di categoria. In situazioni siffatte, non pare dubitarsi della percorribilità di una “riconciliazione” con la maggiorazione italiana (la quale, beninteso, resterà soggetta ai limiti imposti dal Testo Unico in termini di coefficiente massimo di potenziamento, *vesting periods* minimi, nonché divieto di cumulo tra maggiorazione e previsione del voto plurimo: cfr. art. 127-*sexies*, comma 4, TUF).

In secondo luogo, e per converso, non pare che l'art. 127-*quinquies*, comma 6, TUF, impedisca di “conservare”, nella società trasformata (e nei limiti consentiti dalle norme italiane), le *azioni a voto plurimo* emesse in base alla legge dello Stato di partenza: si tratta di materia non governata da questa norma. Del resto, non sarebbe agevolmente giustificabile un'interpretazione *permissiva* se si tratta di conservare la maggiorazione in un'operazione transfrontaliera, e *restrittiva* se è in gioco la conservazione del voto plurimo; tanto più che, nell'ordinamento interno, la possibilità di tale conservazione è assicurata, giusta il disposto dell'art. 127-*sexies*, comma 2, lett. b), nel caso (affatto simile) in cui una società non quotata con azioni a voto plurimo sia incorporata in una società quotata (in argomento, cfr. BARCELLONA, 2016b, pp. 594 ss.; BIANCHI, p. 407).

Con la *seconda* disposizione introdotta dalla Legge Capitali (il nuovo comma 11 dell'art. 127-*quinquies* TUF), si attribuisce alla società – quotata o quotanda – risultante da un'operazione transfrontaliera la facoltà di computare retroattivamente il periodo di titolarità continuativa maturato dagli azionisti della società estera “di provenienza” (la norma si riferisce al *vesting period* di cui al comma 1, ma – come detto – è da ritenersi frutto di errore il mancato richiamo al periodo di maturazione ex comma 2). Si richiede che la titolarità pregressa debba essere «comprovat[a] dall'attestazione rilasciata da un intermediario autorizzato ovvero con altri mezzi idonei» ai sensi dell'ordinamento dello «Stato di partenza».

Non è facile comprendere esattamente la portata innovativa di questa previsione, né coordinarla con quella del comma 6 commentata in precedenza. Nel sancire la retroattività del computo, la norma sembra in realtà limitarsi a chiarire quanto era sostanzialmente pacifico, in tema di fusione e scissione, nell'interpretazione dell'art. 127-*quinquies*, comma 6 (4 prev.), TUF, e cioè che l’“estensione” della maggiorazione in sede di fusione ha un duplice significato: non solo attribuzione del voto potenziato ai soci della società incorporata o scissa che già lo avessero conseguito alla data dell'opera-

zione, ma anche continuità nel *vesting period* in capo a coloro che a tale momento ancora non avessero compiuto il biennio di possesso continuato (cfr. per tutti, BIANCHI, p. 402). Il socio dell'incorporata che, alla data della fusione, avesse maturato – poniamo – 18 mesi di possesso continuato, può conseguire la maggiorazione sulle azioni dell'incorporante decorsi ulteriori 6 mesi dalla fusione (cioè, beninteso, sempre che il progetto di fusione così disponga).

Il nuovo comma 11 chiarisce dunque il punto per le fusioni e scissioni transfrontaliere e lo estende alle trasformazioni, in precedenza non contemplate. Per vero, la legge subordina la retroattività del computo a una previsione *nello statuto* e non nel progetto di fusione/scissione o trasformazione transfrontaliera (come invece previsto al comma 6). Non vi è dubbio, comunque, che la previsione debba figurare anche *nel progetto*, là dove è richiesto di dar conto dei «diritti accordati dalla società trasformata ai soci titolari di diritti speciali» (cfr. artt. 86-*quinquies*, 91 e 137 della Direttiva 2017/1132).

Quanto alle modalità di prova del possesso pregresso, la legge rinvia agli strumenti previsti dal diritto di provenienza, purché «idonei» a comprovarlo. I registri dell'emittente (come il *register van Aandeelhouders* olandese o il *registre des actionnaires* francese) appaiono idonei allo scopo, così come eventuali elenchi speciali che fossero previsti analogamente a quanto avviene nel diritto italiano. L'attestazione dell'intermediario – basata su scritturazioni simili a quelle del nostro sistema di dematerializzazione, ma forse semplicemente anche sulla base delle risultanze del *dossier* titoli del cliente nell'ambito della prestazione di un servizio di investimento o di deposito titoli – può supplire nei casi in cui il registro non sia previsto o aggiornato, ma – riterrei – anche come strumento di prova alternativo a essi.

Più delicato è il caso in cui, nell'ordinamento di provenienza, la maturazione del *vesting period* non sia automatica, ma discenda, come in Italia, da una manifestazione di volontà del socio interessato (ad esempio, mediante richiesta di iscrizione nell'apposito registro). In simile ipotesi, non pare – anche per rispetto della parità di trattamento nei confronti degli altri soci – che del computo a ritroso possano beneficiare coloro che, pur soci da tempo, non avessero richiesto l'iscrizione nel registro *ad hoc*.

8. (Segue). La retroattività del computo in caso di società estera non quotata: ricadute sistematiche.

A ben vedere, l'innovazione più significativa portata dal nuovo art. 127-*quinquies*, comma 11, TUF sembra ricavarsi da un elemento diverso rispetto a quelli esaminati finora: e cioè dal fatto che la società (italiana) *risultante* dall'operazione transfrontaliera può essere non solo «una società con azioni quotate» *ma anche* una società con azioni «in corso di quotazione».

Se si guarda al caso della trasformazione transfrontaliera, ciò significa il legislatore ha inteso ammettere il computo “retroattivo” del periodo di titolarità ininterrotta anche quando la società estera di provenienza sia una società non originariamente quotata o quotanda. Infatti, non potrebbe realisticamente darsi una società estera *quotata* che, *post* trasformazione, abbia azioni «in corso di quotazione». A meno di ipotizzare un irrealistico *delisting* delle azioni di diritto estero seguito, ma a distanza di tempo, da un *relisting* delle azioni di diritto italiano, l'ipotesi cui il comma 11 evidentemente si riferisce è quella di una società *non quotata* nell'ordinamento di provenienza, ma *quotanda* al momento della trasformazione. *Ergo* – ci dice il comma 11 – la retroattività di computo è ammissibile (anche) rispetto al tempo che *precede* il processo di quotazione.

Se ciò è vero per la trasformazione, non vi sono ragioni per sottoporre a un diverso trattamento la fusione e la scissione *cross-border*. In sostanza, la retroattività di computo deve ammettersi anche se la società incorporata e la società scissa (di diritto estero) *non erano quotate* al momento dell'operazione (la conclusione pare condivisa da CONSOB, 2023b, p. 11).

Ora, parrebbe che, per identità di *ratio* e per non discriminazione tra fattispecie riguardanti società basate nell'Unione, la medesima soluzione debba valere per le operazioni *domestiche*, pur non espressamente contemplate dal comma 11 dell'art. 127-*quinquies* TUF.

A questa conclusione si poteva invero già pervenire sulla base della disciplina previgente, là dove (al comma 7, ora 9, dell'art. 127-*quinquies* TUF) la legge ammetteva e ammette la retroattività del computo per una società in corso di quotazione, anche quando «risultante da una fusione», purché non una fusione «che coinvolga una società con azioni quotate». Senonché, tale interpretazione veniva ritenuta «assai dubbia» (BIANCHI, p. 404) perché «lo “sconto” del periodo di possesso continuativo che si realizzerebbe nell'ipotesi in esame premierebbe, probabilmente in forma ingiustificata, i soci della incorporata rispetto (...) ai soci dell'incorporante».

Pare, oggi, che l'indicazione univoca proveniente dal nuovo comma 11 consenta di superare tale dubbio, sì da ritenere *ammissibile* il computo retroattivo a beneficio dei soci di una incorporata/scissa non quotata. Resta la questione della tutela dei soci coinvolti; questione duplice, perché riguarda: (i) gli azionisti *dell'incorporante/beneficiaria*: costoro “subiscono” la concorrenza dei soci “fedeli” dell'incorporata, i quali acquistano *ab initio*, nella società risultante dall'operazione, un potere di voto più che proporzionale al “peso” patrimoniale dell'incorporata nella *combined entity*; (ii) i soci *dell'incorporata/scissa*, giacché il loro potere di voto nella *combined entity* viene fatto dipendere, *ex post*, da una circostanza non prevista nello statuto della società di provenienza (non quotata).

Partendo dal primo aspetto, la tutela accordata ai *soci dell'incorporante/beneficiaria* nel contesto dell'art. 127-*quinquies* pare essere quella già accennata al par. 6: e cioè il diritto di recesso, che, in caso di operazione transfrontaliera, spetterà ai sensi dell'art. 25 del d.lgs. 19/2023, mentre, in caso di operazione domestica, dovrebbe essere riconosciuto in analogia con quanto previsto per l'introduzione della maggiorazione ulteriore *ex* comma 2. In effetti, la disparità di trattamento che viene a crearsi nella situazione in esame (soci dell'incorporata avvantaggiati, rispetto a quelli dell'incorporante, da uno “sconto” sul *vesting period*) non è diversa, nella sostanza, da quella che si verifica in caso di introduzione della maggiorazione ulteriore in una società dove alcuni soci hanno già maturato il voto doppio; situazione che – si è ipotizzato – giustifica la scelta del legislatore di riconoscere un diritto di recesso altrimenti non spettante.

Quanto ai *soci dell'incorporata/scissa*: se si tratta di operazione transfrontaliera, la questione della loro tutela non riguarda il diritto italiano, fermo l'*exit* previsto dall'art. 86-*decies* della Direttiva 2017/1132. Se invece si tratta di operazione domestica, ci sembra che la risposta si ricavi dalla previsione del comma 9 (7 prev.) dell'art. 127-*quinquies* TUF – un po' oscura e invero trascurata nel precedente dibattito – che si riferisce alla «società *non* risultante da una fusione che coinvolga una società *con azioni quotate*». La retrodatazione, in altre parole, sembra ammissibile nel solo caso in cui, appunto, l'incorporata (o la scissa) sia una società *non quotata*, non invece quando le sue azioni fossero già in precedenza quotate.

La ragione di questa soluzione legislativa pare da rinvenirsi nel fatto che, se le azioni dell'incorporata fossero quotate, la differenziazione – sancita *a posteriori* – dei diversi azionisti in ragione del periodo di possesso individuale si ripercuoterebbe sul valore delle loro partecipazioni, generando il problema di concambi teorici differenziati e comunque incidendo problematicamente sul corso delle negoziazioni (sulla non necessità di previsione di concambi differenziati nel contesto di fusioni e scissioni che coinvolgono società con maggiorazione del voto, v. BIANCHI, p. 404). Il problema dei valori, beninteso, si pone anche se la società incorporata/scissa non è quotata; ma in tal caso il legislatore parrebbe averlo ritenuto “gestibile” nei rapporti interni ai soci in una struttura di capitale chiusa. E anche in tal caso – pare di poter affermare – dovrebbe sussistere il diritto di recesso “da disparità di trattamento” cui sopra si è accennato.

Infine, allargando il campo, vi è da chiedersi se, alla luce della novella in commento, non debba accantonarsi l'interpretazione prudente dell'art. 127-*quinquies*, comma 9 (7 prev.), TUF, pur autorevolmente sostenuta in passato, che per le società in fase di IPO ammetteva la retroattività di computo solo fino all'inizio del procedimento di quotazione (MARCHETTI, 2016, p. 4, ripreso da BARCELLONA, 2016b, p. 3970, e (MOSCO)-LOPREIATO, p. 1724). Mi sembra, infatti, che gli indici concordanti che provengono dal nuovo comma 11 – inquadrati nel sistema complessivo dell'art. 127-*quinquies* – portino ora a ritenere ammissibile una retrodatazione *sine die*, sempre salvo il recesso. Sarebbe poco ra-

gionevole differenziare la soluzione al medesimo problema a seconda che si sia al cospetto di una operazione straordinaria che coinvolge una società non quotata oppure di un'IPO.

9. La nuova esenzione dall'opa obbligatoria.

Alle operazioni transfrontaliere è dedicato anche il nuovo comma 5-*bis*, inserito nel testo dell'art. 106 TUF in materia di opa obbligatoria. Sebbene non siano chiaramente ricostruibili, attraverso i lavori preparatori, le motivazioni di questa esenzione dall'obbligo di opa (invero peculiare, se si considera che la disciplina delle esenzioni in materia di «operazioni di fusione o di scissione» è demandata alla Consob ex art. 106, comma 5, TUF), vi è all'evidenza un nesso, comune agli interventi sui commi 6 e 11 dell'art. 127-*quinquies* poc'anzi commentati, con il *favor* verso “rimpatri” di società che si erano trasferite all'estero per beneficiare di più generosi schemi “multiple voting”. In sostanza, si vuole evitare che gli azionisti rilevanti di tali società, una volta (ri)trasferita la sede in Italia, si trovino soggetti a obblighi di offerta (ad esempio “di consolidamento”) non previsti nell'ordinamento di provenienza e conseguenti alla progressiva maggiorazione del voto. Si tratta quindi di un *pendant* complementare alla conservazione del *vesting period* e delle maggiorazioni conseguite dai soci nella società pre-operazione transfrontaliera.

Ciò – è appena in caso di accennare in questa sede – solleva l'interrogativo se sia giustificato sul piano costituzionale, nonché alla luce del principio di non discriminazione nell'ambito della libertà di stabilimento, che le operazioni di fusione e scissione domestiche non possano invece beneficiare dell'esenzione in esame. Peraltro, il ripristino di condizioni di parità tra fattispecie potrebbe essere assicurato da un intervento della Consob la quale, in forza della potestà regolamentare attribuita dal già menzionato art. 106, comma 5, TUF, potrebbe introdurre nel Regolamento Emittenti un'analogia esenzione per le operazioni di fusione e scissione non transfrontaliere.

Si è poi rilevato criticamente, nel corso dei lavori preparatori (CONSOB, 2023b, p. 14), che il nuovo comma 5-*bis* ricorre al concetto di controllo societario nel contesto dell'opa obbligatoria: una scelta che parrebbe rappresentare un ritorno al passato, quando il *trigger* dell'obbligo di offerta non era individuato sulla base di soglie fisse. Il rilievo coglie solo parzialmente nel segno, posto che riferimenti al controllo sono ancora presenti nella disciplina opa (si pensi all'esenzione di cui all'art. 49, comma 1, lett. a), del Regolamento Emittenti, legata alla presenza di soci che già dispongano del controllo di diritto nell'assemblea ordinaria, o a quella di cui alla lett. c) della stessa norma, relativa ai trasferimenti tra soggetti legati da rapporto di controllo) e, comunque, l'acquisizione del controllo rimane, nell'impianto europeo, il presupposto fondante l'intera disciplina dell'opa obbligatoria (basti il riferimento all'art. 3 della Direttiva 2004/25/CE e ai suoi *consideranda*).

Ad ogni modo, il nuovo art. 106, comma 5-*bis*, TUF presenta non poche criticità interpretative, di seguito affrontate in prima analisi e senza pretesa di completezza.

Un primo interrogativo riguarda il superamento delle soglie – *id est*, tutte quelle contemplate dall'art. 106 TUF, anche ai fini dell'opa c.d. incrementale – «*per effetto della maggiorazione dei diritti di voto conseguente a un'operazione*» transfrontaliera. L'esenzione è dunque ancorata a due presupposti “causali”: (1) il nesso tra operazione straordinaria e maggiorazione; e (2) il nesso tra maggiorazione e superamento della soglia.

Mi pare allora che la fattispecie certamente esente da opa sia quella articolata “in due tempi”, nella quale (a) *nel contesto dell'operazione*, l'azionista riceve azioni sulle quali è destinata a maturare una qualche maggiorazione e (b) *successivamente*, per effetto del decorso del *vesting period* su tali azioni, viene superata una soglia rilevante. Si pensi all'azionista che, in sede di fusione, riceva in concambio una partecipazione che, al momento t_0 , rappresenta il 20% dei diritti di voto della *combined entity*, ma, dopo alcuni mesi – per effetto di maggiorazione su tale partecipazione – si trova a superare la soglia (in ipotesi applicabile) del 25%.

Invece, riterrei più dubbio estendere l'esenzione al caso in cui, *nel contesto dell'operazione*, all'azionista vengono assegnate azioni già “maggiorate” che *da subito* determinano il superamento della soglia opa rilevante. E il caso dell'azionista che, in sede di fusione, riceva in concambio azioni che, be-

neficiando *ab initio* di maggiorazione (in ipotesi maturata nell'incorporata pre-fusione: art. 127-*quinquies*, comma 11, TUF), lo portano sopra la soglia d'opa già al momento t_0 . Applicare l'esenzione in questa situazione sarebbe il frutto di un'interpretazione antiletterale, perché la soglia non sarebbe superata «per effetto della maggiorazione», ma per effetto del possesso di un pacchetto azionario che “nasce maggiorato”; manca, in altri termini, il secondo dei due “nessi causali” sopra evidenziati. A ben vedere, inoltre, la fattispecie in esame non è qualitativamente distinguibile da quella “tradizionale” (applicabile anche a una società che non prevede la maggiorazione del voto) in cui un azionista, per effetto di fusione o scissione, riceve in concambio una partecipazione nell'incorporante/beneficiaria che lo porta al di sopra di una soglia opa fin dal primo momento: fattispecie, questa, autonomamente presidiata dall'art. 49, comma 1, lett. g), del Regolamento Emittenti, che accorda l'esenzione da opa subordinatamente al c.d. *white-wash*.

Vero è, d'altra parte, che questo esito interpretativo – che pure ritengo più aderente al dato letterale e coerente con il trattamento previsto per le operazioni straordinarie domestiche – pare contraddire la *ratio* della norma sopra ricostruita: perché non soddisfa quell'esigenza di “neutralizzare” gli obblighi di opa previsti dal diritto italiano rispetto alla maggiorazione di voto pre-operazione transfrontaliera. Vi è il dubbio, allora, se debba prevalere una interpretazione del tutto teleologica, mirata cioè ad applicare l'esenzione in parola a qualsiasi superamento di soglia che si verifichi in conseguenza di un'operazione transfrontaliera; così facendo, peraltro, – ed è questo a mio avviso il punto di maggiore tensione sistematica – emergerebbe in modo conclamato la già accennata disparità di trattamento con le operazioni domestiche, che rimarrebbero presidiate dalla più rigorosa regola del *white-wash*.

Una precisazione, ora, sul passaggio che vuole la maggiorazione «*conseguente* a un'operazione di fusione, trasformazione transfrontaliera o scissione proporzionale». Riterrei che tale “nesso” fra maggiorazione e operazione straordinaria si interrompa (e quindi scatti l'opa) se, *dopo* il perfezionamento dell'operazione, si verificano eventi che impediscono di ricondurre la maggiorazione al pacchetto azionario ricevuto al momento dell'operazione straordinaria. Un'ipotesi è quella dell'azionista che *vende* una parte delle azioni ricevute a t_0 e poi ne *acquista* altre, maturando successivamente una maggiorazione che determina il superamento di una soglia d'opa, ma che – a mio avviso – non rende invocabile l'esenzione in commento.

In sostanza, il campo di applicazione dell'art. 106, comma 5-*bis*, pare confinato (anche a mente dell'art. 14 prel.) ai casi nei quali sia soddisfatta una “prova di resistenza” tale per cui, *senza* la maggiorazione riferibile a *quel* pacchetto di azioni assegnato in sede di fusione/scissione/trasformazione, l'azionista non avrebbe superato la soglia d'opa.

Per altro verso, si può avanzare l'ipotesi interpretativa che la “prova di resistenza” possa essere vinta più volte nel corso del tempo. Ad esempio, se l'esenzione *ex* comma 5-*bis* ha operato in occasione di una prima maggiorazione di voto (per esempio, da 1x a 2x, determinando il superamento della soglia del 25% o del 30%), essa potrebbe operare nuovamente in futuro se sulla medesima partecipazione maturasse un ulteriore potenziamento (es.: a 3x, così “salvando” l'azionista da un'opa di consolidamento).

Possono darsi anche combinazioni più articolate. Supponiamo che, dopo l'operazione, l'azionista interessato effettui ulteriori acquisti di azioni che, maturato il *vesting period*, lo portino – per così dire, precorrendo i tempi – al di sopra di una soglia rilevante. Ad esempio, a t_0 (data di perfezionamento dell'operazione) il socio riceve azioni che, in virtù del meccanismo della maggiorazione, lo porteranno dal 22% al 35% dei diritti di voto in 24 mesi; il socio incrementa poi la partecipazione acquistando ulteriori titoli e portandosi così a superare la soglia del 25% dopo soli 6 mesi. Si direbbe che egli sia tenuto a promuovere l'opa, essendo quest'ultimo superamento il frutto di acquisti successivi all'operazione straordinaria. Purtuttavia, ove *successivamente* la maturazione conseguita sul pacchetto assegnato a t_0 determini il superamento di una soglia da opa incrementale, l'esenzione del comma 5-*bis* potrebbe forse essere invocata.

In effetti, così ragionando, il nesso tra operazione e maggiorazione può conservarsi in perpetuo. E, di fatto, l'esenzione *ex* 5-*bis* diviene una sorta di “salvacondotto” dall'opa utile a traghettare l'azionista di riferimento, al riparo dall'art. 106 TUF, fino al controllo di diritto dell'emittente.

10. (Segue). La modifica del rapporto di controllo. Il problema del superamento involontario delle soglie.

Veniamo ora alla seconda parte della nuova fattispecie, cioè all'“esclusione dall'esenzione” consistente nella «modifica del rapporto di controllo, diretto o indiretto, sulla società risultante» dalle operazioni transfrontaliere; controllo ovviamente da intendersi ai sensi dell'art. 93 TUF. L'esigenza sottesa a questo “correttivo” è, evidentemente, quella di evitare che vadano esenti da opa operazioni nelle quali, *oltre* al superamento della soglia, si verifichi anche un mutamento negli assetti di controllo dell'emittente (o si formi una relazione di controllo che prima non c'era), il che frustrerebbe l'interesse di fondo tutelato con l'opa obbligatoria (basti il richiamo al secondo considerando della Direttiva 2004/25/CE: «[è] necessario tutelare gli interessi dei possessori di titoli (...) quando (...) si verifica un cambiamento nel controllo»).

Sono tre i momenti di possibile mutamento nella relazione di controllo che astrattamente vengono in rilievo. Innanzitutto, il cambio di controllo può verificarsi *immediatamente*, per effetto del perfezionamento di una fusione o di una scissione (non invece per effetto di una trasformazione, che è operazione neutrale rispetto agli assetti proprietari): si pensi all'ipotesi in cui l'azionista di maggioranza dell'incorporata estera riceva nell'incorporante italiana azioni in concambio in numero tale da attribuirgli una posizione di controllo nuova, oppure di acquisire un controllo prima detenuto da soci dell'incorporante. Se si accoglie l'interpretazione a mio giudizio più aderente al sistema (ancorché controvertibile sul piano teleologico: v. par. 9), mi pare che questo *control event* sia estraneo alla fattispecie contemplata dall'art. 106, comma 5-*bis*, TUF e, quindi, non infici l'applicabilità dell'esenzione: esso, infatti, non ha a che fare con la maggiorazione di voto, la quale, nella logica “causale” della norma in esame, *segue* il perfezionamento dell'operazione (v. al par. che precede) e non può dunque essere all'origine di quel mutamento di controllo. Peraltro, se si modifica il controllo *al momento* della fusione o scissione, è altamente probabile che sia stata altresì superata una soglia d'opa e quindi sia entrata in gioco la “tradizionale” esenzione dell'art. 49, comma 1, lett. g), del Regolamento Emittenti; ma – è il caso di ribadire – ciò non impedisce che l'esenzione *ex* comma 5-*bis* possa operare in futuro, magari in occasione del superamento di una soglia rilevante per l'opa di consolidamento.

In secondo luogo, il *control event* può verificarsi *dopo* il perfezionamento dell'operazione transfrontaliera (qui viene in rilievo anche la trasformazione), *per effetto* della maggiorazione conseguita in sede di operazione dall'azionista interessato e *congiuntamente* con essa. Ad esempio, per effetto di maggiorazione la partecipazione del socio interessato in termini di diritti di voto cresce dal 20% al 38% e tale socio viene a controllare in via di fatto un emittente prima non soggetto a controllo di alcuno. Questa è l'ipotesi in cui certamente il “correttivo” trova applicazione e, quindi, l'azionista in questione dovrà promuovere l'opa: ricorre infatti il doppio presupposto di superamento della soglia e di effettivo mutamento del controllo.

In terzo luogo, un cambio del controllo potrebbe *sopravvenire* all'operazione, ma al contempo verificarsi *prima* che maturi la maggiorazione di cui la norma parla (quindi in un lasso di tempo intermedio fra le due ipotesi precedenti). Direi che in questi casi, come nel primo, siamo al di fuori del perimetro di applicazione del comma 5-*bis*; sicché tanto l'esenzione, quanto il suo “correttivo” sono messi fuori gioco. In particolare, vengono in mente due esempi.

(i) L'azionista riceve in concambio una partecipazione corrispondente al 24% dei diritti di voto nella società risultante da una fusione transfrontaliera. Durante il *vesting period* (prima che si consegua il potenziamento del voto), egli effettua ulteriori acquisti, supera la soglia (in ipotesi applicabile) del 25% e acquisisce il controllo dell'emittente. Come già osservato in precedenza, questi acquisti si pongono al di fuori del raggio di azione del comma 5-*bis* e, pertanto, dagli stessi discende l'obbligo di opa, ma non per l'operare del “correttivo” della norma in esame, bensì per applicazione “diretta” dell'art. 106 TUF.

(ii) L'azionista riceve in concambio una partecipazione corrispondente al 22% dei diritti di voto nella società risultante da una fusione transfrontaliera. Durante il *vesting period*, viene meno la mag-

giorazione conseguita da altri soci e si riduce il monte complessivo dei diritti di voto, sicché l'azionista in questione sale – poniamo – al 32% e, inoltre, diviene socio di controllo. Anche in questo caso, sebbene si verifichino entrambi i presupposti rilevanti per la fattispecie qui in esame (superamento di soglia e mutamento del controllo), tale mutamento non è conseguente alla maggiorazione del socio interessato (non ancora verificatasi). Ci troviamo, ancora una volta, al di fuori del campo di applicazione del comma 5-bis e operano le regole “ordinarie”: il cambio del controllo, in quanto tale, non determina l'attivarsi dell'obbligo di opa; tuttavia, essendo stata in ipotesi superata una soglia rilevante ex art. 106 (25% o 30%), si porrà la questione di applicare l'esenzione da involontario superamento di cui all'art. 49, comma 1, lett. d-bis). Nell'esempio, l'esenzione sarebbe applicabile, salvo che la partecipazione assegnata in concambio non rappresentasse in origine più del 25% del capitale della società risultante dalla fusione (se è questa la prima soglia opa rilevante: c.d. opa in *stand-by* secondo la felice definizione di MOSCA, 2015).

Proseguendo nell'esempio, vi è da chiedersi se l'esenzione del comma 5-bis (unitamente al suo “correttivo”) non sia suscettibile di proiettare la sua rilevanza *dopo* che l'esenzione da involontario superamento abbia operato (e “salvato” l'azionista di controllo dall'obbligo di opa). Ipotizziamo che, superate le soglie del 25% e del 30% in esenzione da opa (ex art. 49, comma 1, lett. g), del Regolamento Emittenti), si compia il *vesting period* utile per conseguire una maggiorazione di voto sul pacchetto di azioni ricevuto in sede di fusione. Se, per effetto di tale maggiorazione, si determina il superamento di un ulteriore 5% dei diritti di voto, rilevante per l'opa incrementale, può l'azionista sostenere che la maggiorazione «consegue» all'operazione di fusione e, quindi, ricorre nuovamente l'esenzione da opa, questa volta ex comma 5-bis?

A rigore, riterrei che, se la “prova di resistenza” funziona – ed è quindi possibile affermare che, *senza quelle azioni ricevute in concambio*, la soglia non sarebbe stata superata – l'esenzione continua a essere applicabile. Né si pone qui il tema del mutamento del controllo, che nell'esempio si è verificato per effetto del superamento involontario e dunque “non rileva” ai fini del comma 5-bis. È, questa, un'ulteriore dimostrazione del fatto che l'esenzione in commento procura un vero e proprio salvacondotto agli azionisti di riferimento dell'emittente che ritorna in patria.

11. La disposizione in tema di voto plurimo.

La puntuale modifica, nel testo dell'art. 2351, comma 4, c.c., al coefficiente di voto plurimo (portato da tre a dieci) non pone, in sé, questioni giuridiche nuove rispetto a quelle già studiate nel vigore della disciplina previgente (per una ricostruzione estesa e un'ampia bibliografia, cfr. BARCELONA, 2016a, pp. 565 ss.; nonché RIMINI, pp. 261 ss).

In questa sede, è comunque opportuno accennare ad alcuni aspetti che riguardano l'ipotesi (non necessariamente di diritto transitorio) in cui una società, che già abbia emesso azioni a voto plurimo fino a tre voti per azione, intenda valersi dell'ulteriore potenziamento previsto dal novellato art. 2351, comma 4, c.c.

In premessa, è bene chiarire che ogni intervento di “adeguamento” è precluso alle società qualificabili come “quoted” ai sensi dell'art. 119 TUF (cioè società che abbiano azioni, di qualunque categoria, quotate su un mercato regolamentato, quand'anche tali società avessero in precedenza emesso azioni a voto plurimo): rimane immutato, in proposito, il divieto posto dall'art. 127-sexies, comma 3, TUF. Per contro, tale divieto non opera per le società le cui azioni siano trattate su un sistema multilaterale di negoziazione (es. *growth market*), le quali potranno dunque emettere azioni a voto plurimo con coefficiente fino a 10x, o anche modificare le caratteristiche di quelle già emesse, nei termini di seguito precisati.

Alle società (non quoted) che già abbiano emesso azioni a voto plurimo si prospettano, in sostanza, le seguenti alternative: (i) aumentare il numero dei voti attribuiti a ciascuna azione appartenente a una categoria a voto plurimo *già in circolazione*, (ii) creare una nuova categoria di azioni con voto plurimo superiore a tre *in aggiunta* a quella o quelle potenziate già esistenti. A tale ultimo fine, potrà darsi corso (ii.a) all'emissione di nuove azioni con un aumento di capitale (a pagamento; quello

gratuito mi parrebbe precluso dal divieto di emettere azioni con caratteristiche diverse da quelle già in circolazione: art. 2442, comma 2, c.c.), oppure (*ii.b*) alla conversione (facoltativa od obbligatoria) di azioni (ordinarie o a voto plurimo) esistenti.

In tutti i casi, vi è anzitutto da chiedersi se sia applicabile dell'art. 212 disp. att. c.c., norma che (tuttora) prevede un *quorum* deliberativo rafforzato (due terzi del capitale rappresentato in assemblea anche in prima convocazione) per le società iscritte nel registro delle imprese alla data del 31 agosto 2014 le quali deliberino la «creazione» di azioni a voto plurimo *ex art.* 2351 c.c. La *ratio* di quella disposizione attuativa è oscura e discutibile; se è vero che essa ha la funzione di rafforzare la tutela della minoranza destinata a subire una “diluizione aggravata” a fronte dell'emissione di azioni a voto plurimo (cfr. ABRIANI, pp. 14 s.; BARCELLONA, 2016a, pp. 581 ss.), allora sembra corretto continuare ad applicarla in tutte le operazioni di ulteriore potenziamento sopra prospettate (conforme MAGLIULO, il quale ritiene applicabile la norma transitoria anche alla deliberazione che programmaticamente preveda la possibilità di emettere azioni a voto plurimo); con la sola eccezione, forse, della conversione facoltativa e gratuita offerta a tutti i soci, posto che in tal caso non si ravvisa alcun pregiudizio, neppure di fatto, per le minoranze (per tale osservazione v. ancora BARCELLONA, 2016a, p. 584).

Si pone poi il tema della approvazione della modifica statutaria, *ex art.* 2376 c.c., da parte delle assemblee speciali di categoria. Sia che si proceda con aumento di capitale a pagamento (anche in opzione) o che si dia luogo a conversione di azioni esistenti, il problema è in effetti quello “classico” del pregiudizio c.d. indiretto subito dalle azioni ordinarie (o a voto plurimo di grado inferiore) a fronte dell'emissione di azioni con voto poziore. È appena il caso di evidenziare che non è qui in discussione il rango *della categoria* (la cui tutela è potenzialmente estranea all'ambito di applicazione dell'art. 2376), bensì il potere di voto associato alla *singola azione*, che viene diluito per effetto della creazione di azioni *multiple voting*. Si rinvia quindi al dibattito sul punto, ricordando che la prevalente dottrina e giurisprudenza sono inclini ad affermare la necessità dell'approvazione dell'assemblea speciale in presenza di pregiudizi indiretti di questo tipo (per una sintesi e per riferimenti si rinvia ad ABU AWWAD, pp. 1038 ss., per quanto riguarda l'aumento di capitale, e a DI CECCO, pp. 127 ss., per quanto riguarda la conversione).

Il tema si interseca, evidentemente, con la questione del recesso *ex art.* 2437, comma 1, lett. g), spettante ai soci che non abbiano concorso alla decisione di modificare le caratteristiche delle azioni a voto plurimo già in circolazione o di creare una nuova categoria a voto (ulteriormente) potenziato. Non riterrei, peraltro, che la questione si ponga in modo diverso rispetto a come essa si presenta allorché si tratti di emettere (per la prima volta) azioni a voto plurimo. Pertanto, anche in tal caso, non può che rinviarsi alla articolata discussione sull'argomento, che involge (tra le altre cose) il rapporto con l'art. 2376 c.c., il coordinamento con le tutele previste in caso di aumento di capitale con opzione o con esclusione dell'opzione, la spettanza in caso di modifiche solo “peggiorative” o “potenziali”, ecc. Il riferimento, naturalmente, è alla corrispondenza ANGELICI-LIBERTINI (pp. 1 ss.), in dialogo proprio su voto plurimo e diritto di recesso, nonché alle riflessioni svolte in argomento da MARCHETTI, 2016 (pp. 3 ss.), MONTALENTI, p. 225, VENTORUZZO (p. 524), BARCELLONA, 2016a (pp. 584 ss.), GENOVESE (pp. 69 ss.), RIMINI, p. 272.

Bibliografia

- AA.VV., *Il sistema giuridico olandese e l'attrattività per le società quotate italiane*, studio destinato alla pubblicazione per il Centro Studi Guido Rossi, 2024 (datt. provvisorio consultato per la cortesia degli Autori).
- N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggioranza del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giustiziacivile.com*, 2014.
- N. ABRIANI-E. BARCELLONA, *Osservazioni al documento di consultazione recante “proposte di modifica al regolamento emittenti in materia di voto plurimo”*, 26 novembre 2014, reperibile in *www.consob.it*.
- A. ABU AWWAD, *Art. 2376*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa-G.B. Portale, I, Milano, 2016, pp. 1032 ss.

- S. ALVARO E ALTRI, *La deviazione dal principio “un’azione - un voto” e le azioni a voto multiplo*, Quaderno Giuridico Consob n. 5/2014, reperibile in www.consob.it.
- ANALISI TECNICO-NORMATIVA (ATN) al disegno di legge *Atto Senato n. 674*, 2 maggio 2023.
- C. ANGELICI-M. LIBERTINI, *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, pp. 1 ss.
- ASSOGESTIONI, *Interventi a sostegno della competitività dei capitali (AS 674)*, memoria per l’audizione informale presso la 6^a Commissione (Finanze) del Senato della Repubblica, 7 giugno 2023, reperibile in www.senato.it.
- ASSONIME, *Esame del disegno di legge Interventi a sostegno della competitività dei capitali (A.S. 674)*, memoria per l’audizione informale presso la 6^a Commissione (Finanze) del Senato della Repubblica, 15 giugno 2023, reperibile in www.senato.it.
- ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n. 10 del 7 aprile 2015, tra l’altro in *Riv. not.*, 2015, pp. 431 ss.
- L. BARAN E ALTRI, *Dual class share structure and innovation*, Working Paper, 2018, reperibile in www.ssrn.com.
- E. BARCELLONA, *Art. 2351, comma 4*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa-G.B. Portale, I, Milano, 2016a, pp. 562 ss.
- E. BARCELLONA, *Art. 127-quinquies*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa-G.B. Portale, II, Milano, 2016b, pp. 3951 ss.
- L.A. BEBCHUK-K. KASTIEL, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, in *Va. L. Rev.*, 2017, pp. 585 ss.
- M. BELCREDI, *Commenti e considerazioni su alcune tematiche discusse nel Libro Verde su “La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita”*, 25 marzo 2022, reperibile in dt.mef.gov.it.
- M. BELCREDI-L. FAVERZANI-A. SIGNORI, *Così non fan tutte. An analysis if Italian companies moving abroad*, 2023, reperibile in centridiricerca.unicatt.it/fin-gov.
- L.A. BIANCHI, *Operazioni straordinarie, maggioranza del voto e azioni a voto plurimo*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 392 ss.
- BORSA ITALIANA, *Schema di disegno di legge recante interventi a sostegno della competitività dei capitali*, memoria per l’audizione informale presso la 6^a Commissione (Finanze) del Senato della Repubblica, 22 giugno 2023, reperibile in www.senato.it.
- CONFINDUSTRIA, *Interventi a sostegno della competitività dei capitali (A.S. 674)*, memoria per l’audizione informale presso la 6^a Commissione (Finanze) del Senato della Repubblica, giugno 2023, reperibile in www.senato.it.
- CONSOB, *Disegno di legge n. 674 Interventi a sostegno della competitività dei capitali*, memoria per l’audizione informale presso la 6^a Commissione (Finanze) del Senato della Repubblica, 20 giugno 2023 (2023a), reperibile in www.senato.it.
- CONSOB, *Disegno di legge A.C. 1515*, memoria tecnica della Consob relativa agli articoli 12, 14 e 19, 16 novembre 2023 (2023b), reperibile in www.consob.it.
- M. CREMERS E ALTRI, *The life-cycle of dual class firm valuation*, ECGI Finance Working Paper No 550/2018, reperibile in www.ssrn.com.
- G. D’ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, 2007.
- E. DE FONTENAY, *The Deregulation of Private Capital and the Decline of the Public Company*, in *Hastings L.J.*, 2017, pp. 445 ss.
- J.M. DE JONGH, *Variable Voting Rights in the NV?*, in *Unity and Diversity in Corporate Law*, a cura di L. Timmermann e altri, Institute of Business Law, Deventer, 2016, pp. 34 ss.
- G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione dei titoli azionari*, Milano, 2012.
- C. DOIDGE E ALTRI, *Eclipse of the Public Corporations or Eclipse of the Public Markets?*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 2018, pp. 8 ss.
- G. FERRARINI, *“Un’azione - un voto”: un principio europeo?*, in *Riv. soc.*, 2006, pp. 24 ss.
- G. FERRARINI, *Unione Europea e società per azioni: verso un diritto del capitalismo responsabile*, dattiloscritto della relazione presentata al Convegno internazionale di studi di Venezia per i settant’anni della Rivista delle società, 10-11 novembre 2023.
- A. GENOVESE, *Introduzione delle azioni a voto plurimo e diritto di recesso*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, pp. 67 ss.
- C. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giur. comm.*, 2015, I, pp. 779 ss.
- F. GUERRERA, *La responsabilità “deliberativa” nelle società di capitali*, Torino, 2004.
- F. GUERRERA, *Azioni a voto multiplo e maggioranza del voto: profili dell’invalidità delle delibere per conflitto d’interesse e abuso di maggioranza*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, pp. 43 ss.
- G. GUIZZI, *La maggioranza del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corr. giur.*, 2015, pp. 153 ss.

- A. GURREA-MARTÍNEZ, *Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate*, in *EBOR*, 2021, pp. 475 ss.
- P. HODGSON, *Dual Class Shares Structures: The European Experience*, ISS Insights, 6 febbraio 2023, reperibile in *insights.issgovernance.com*.
- ISS E ALTRI, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, studio commissionato dalla Commissione europea all'Institutional Shareholder Services (ISS), all'European Corporate Governance Institute (ECGI) e allo studio Shearman & Sterling LLP, 2016, reperibile in *ec.europa.eu*.
- M. LAMANDINI, *Tetti azionari a presidio statutario dell'OPA e diritti di recesso*, in *Società*, 2015a, pp. 1726 ss.
- M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. comm.*, 2015b, I, pp. 491 ss.
- M. LIPTON, *The Many Myths of Lucian Bebchuk*, in *Va. L. Rev.*, 2013, pp. 733 ss.
- F. MAGLIULO, *La nuova disciplina del voto plurimo e del voto maggiorato nella legge a sostegno della competitività dei capitali*, Studio per il Consiglio Nazionale del Notariato, 2024.
- P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2015, pp. 448 ss.
- P. MARCHETTI, *Il voto maggiorato nelle società quotate*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, pp. 1 ss.
- E. MARCHISIO, *La "maggiorazione del voto" (art. 127 quinquies T.u.f.): récompense al socio "stabile" o truccage al socio di controllo?*, in *Banca borsa*, 2015, I, pp. 78 ss.
- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE - DIPARTIMENTO DEL TESORO, *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, Libro verde, 2022, reperibile in *dt.mef.gov.it*.
- P. MONTALENTI, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giur. comm.*, 2015, I, pp. 224 ss.
- C. MOSCA, *La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie opa*, in *Nuove leggi civ.*, 2015, pp. 863 ss.
- C. MOSCA, *Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge Between Tenured Voting and Takeover Law*, in *Mich. Bus. & Entrepreneurial L. Rev.*, 2019, pp. 245 ss.
- G.D. MOSCO-S. LOPRELATO, *Società quotate e disciplina speciale dei diritti dei soci*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera-G. Presti, II, Bologna, 2020, pp. 1667 ss.
- A.M. PACCES, *Exit, Voice and Loyalty from the Perspective of Hedge Funds Activism in Corporate Governance*, *Erasmus L. Rev.*, 2016, pp. 199 ss.
- E. PEDERSOLI, *Le modifiche con effetti "attuali" e "potenziali" ai fini del diritto di recesso ex art. 2437, comma 1, lett. g), c.c., in Giur. comm.*, 2019, I, pp. 540 ss.
- J.B. PEREIRA, *Once Bitten, Twice Shy - Multiple Voting Shares in Continental Europe*, in *J. Int'l Bus. & L.*, 2023, pp. 222 ss.
- A. POMELLI, *Autonomia statutaria e parità di trattamento tra soci: il caso dei limiti al possesso di quote sociali differenziati per categorie di soci*, in *Giur. comm.*, 2007, II, pp. 849 ss.
- G.B. PORTALE, *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, I, pp. 133 ss.
- E. RIMINI, *Voto maggiorato, voto plurimo*, in *Trattato delle società*, diretto da V. Donativi, Milano, 2022, IV, pp. 261 ss.
- M.J. ROE-F. CENZI VENEZZE, *Will Loyalty Shares Do Much for Corporate Short-Termism?*, in *Revue trimestrielle de droit financier*, 2021, pp. 496 ss.
- G. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, Milano, 2017.
- J.D.M. SCHOONBROOD-T.J.C. KLEIN BRONSVOORT, *Voting Rights, Majorities and Quorums in the General Meeting*, in *Weekblad voor privaatrecht, notariaat en registratie*, 2017, pp. 802 ss.
- M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015, pp. 134 ss.
- M. STELLA RICHTER jr, *"Trasferimento del controllo" e rapporti tra soci*, Milano, 1996.
- M. STELLA RICHTER jr, *Long-Termism*, in *Riv. soc.*, 2021, pp. 16 ss.
- D. TREVISAN, *Disegno di Legge n. 674 recante "Interventi a sostegno della competitività dei capitali"*, memoria per l'audizione informale presso la 6ª Commissione (Finanze) del Senato della Repubblica, 3 luglio 2023, reperibile in *www.senato.it*.
- M. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. comm.*, 2015, I, pp. 512 ss.

Giurisprudenza

Hoge Raad der Nederlanden (Alta Corte dei Paesi Bassi), 14 dicembre 2007, n. 07/11510CW2516.
 Gerechtshof Amsterdam (Corte d'Appello di Amsterdam), 1º settembre 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:2379.