

## PATRIMONIO E TRUST

---

### ***La quotazione come strumento per il passaggio generazionale: azioni con voto plurimo***

di Antonio D'Anna, Pier Paolo Caruso



Come evidenziato in un [precedente intervento](#), la perdita del controllo ha rappresentato - e rappresenta ancora oggi - uno dei principali “ostacoli” alla decisione degli imprenditori italiani di rivolgersi alla **borsa** (dunque al capitale di rischio) per **finanziare lo sviluppo** della propria azienda, in luogo del “tradizionale” ricorso al canale bancario (dunque al capitale di debito).

Invero, con il dichiarato obiettivo di favorire le IPO (*Initial Public Offering*), il Legislatore italiano ha, già da tempo, fornito un’efficace soluzione al problema prevedendo **specifici meccanismi di “potenziamento” del voto: maggiorato per le società quotate e plurimo per quelle non quotate**, archiviando definitivamente il principio del “*one share-one vote*”.

È opportuno subito specificare come, rispetto alla **dicotomia** dianzi prospettata (quotata non quotata), rientrano nell’alveo delle **società non quotate** (in mercati regolamentati, ai sensi del TUF) anche quelle imprese le cui azioni siano **oggetto di scambio in cd. sistemi multilaterali di negoziazione** (cd. “MTF” *Multilater Trading Facilities*) che - come noto - costituiscono **sistemi di negoziazione alternativi ai mercati regolamentati di tipo multilaterale**; in Italia, in particolare, l’ex **AIM** (*Alternative Investment Market*), **oggi EGM** (*Euronext Growth Milan*).

Pertanto, per il tramite del **voto plurimo**, l’ordinamento giuridico garantisce anche alle aziende che intendono **quotarsi** nel mercato (non regolamentato) delle PMI - in luogo del più “oneroso” (in termini sia economici che di *compliance*) mercato (regolamentato) “principale” - la possibilità di **aumentare, in sede di IPO, la dimensione del flottante** (dunque la provvista finanziaria) **senza determinare, per gli azionisti di riferimento, una diluizione proporzionale in sede assembleare**, comunque **inevitabile quale diretta conseguenza dell’ingresso del cd. “mercato”** (i.e. nuovi azionisti investitori) nel capitale della società.

L’[articolo 2351 cod. civ.](#) consente, infatti, la creazione di azioni con **diritto di voto plurimo** sino

ad un massimo di **tre voti per ciascuna azione**.

Non viene, peraltro, posto alcun limite rispetto al **rapporto tra azioni ordinarie e azioni con voto plurimo**, essendo, dunque, possibile “configurare” - prima della quotazione - un **capitale sociale caratterizzato da una forte presenza di azioni a voto plurimo con l'obiettivo di massimizzare l'effetto anti-diluitivo**.

L'utilità dello strumento è testimoniata dal suo utilizzo tutt'altro che isolato, anche considerato che, per come è concepito e strutturato l'EGM, **l'investitore non è particolarmente interessato alla scalabilità dell'emittente** ma, piuttosto, alla sua **crescita** - potenzialmente più vigorosa in funzione di una raccolta più consistente, proprio per effetto del voto plurimo.

Lo strumento assume ancora più valore in considerazione del fatto che **non è nemmeno ostativo ad un eventuale cd. *translisting***.

Infatti, in caso di “**passaggio**” **dall'EGM al mercato** (regolamento) “**principale**”, l'articolo 127-*sexies*, comma 2, TUF consente il “mantenimento” (*rectius* la **non conversione automatica** in azioni ordinarie o a voto maggiorato) di tale categoria di azioni (in quanto preesistente), seppur non più “adatta” al nuovo contesto regolamentare che, per l'appunto, rispetto a tale necessità, offre la possibilità del voto maggiorato, invero solo apparentemente sovrapponibile al voto plurimo in termini di diritti attribuiti al socio.

A parte l'aspetto **quantitativo** (fino ad un massimo di due voti per ciascuna azione), il **voto maggiorato è essenzialmente volto a premiare la “fedeltà” dell'azionista** che detiene stabilmente la propria partecipazione in un'ottica di investimento di medio-lungo periodo, mentre **le azioni con voto plurimo sono strutturalmente dotate di un meccanismo di potenziamento del voto non “richiedendo” alcunché all'azionista proprietario**.

Da ultimo, si evidenzia come, anche in assenza di quotazione, il voto plurimo possa rappresentare egualmente uno strumento utile per **agevolare i processi di aggregazione societaria** che, al pari della borsa (ancor meglio se in concomitanza con la borsa), sono volti a garantire uno sviluppo sostenibile dell'impresa.

Con le azioni a voto plurimo, quindi, la costituzione di una “ **Holding di famiglia**” appare ancor più conveniente e duttile rispetto a quelle che sono le eventuali esigenze a supporto del passaggio generazionale; i quorum di cui all'**articolo 177, comma 2 e comma 2 bis**, sembrerebbero, in assenza di esplicite limitazioni legislative ovvero di prassi, **raggiungibili con minori quantitativi di azioni**; se è vero, come è vero, che i citati commi esplicitamente si riferiscono alla “**percentuale di diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria**”.

Con le azioni a voto plurimo tale percentuale è **raggiungibile con un minore quantitativo di azioni, soddisfacendo una maggiore platea di eventuali eredi o delfini designati**; senza dover eventualmente ricorrere all'istituto del **patto di famiglia** che, per la sua complessità, ha **riscosso poco successo tra gli imprenditori, soggetti economici di PMI**.

Viene altresì da chiedersi se, in sede di valutazione delle azioni, ai fini della **determinazione del valore fiscalmente riconosciuto**, tali azioni con diritti particolari debbano essere valutate diversamente rispetto alle azioni ordinarie. Alla risposta, che appare subito positiva, occorre approcciarsi con attenzione per quello che riguarda invero, il *quantum*; nelle perizie di rivalutazione, il redattore dovrà porre particolare attenzione in caso di presenza di questo particolare tipo di azioni.

Ovviamente, la perizia a cui ci si riferisce è quella che (ormai senza soluzione di continuità) dal **2000**, il legislatore fiscale consente quale **opportunità di rivalutazione** del valore fiscalmente riconosciuto della partecipazione stessa, ai sensi delle disposizioni contenute dagli [articoli 5 e 7 L. 448/2001](#).