

SOCIETARIO

Azioni a voto plurimo e sunset clauses dopo la Legge Capitali

Marco Pistis Isabelle Roccazzella

09 Febbraio 2026

La minore flessibilità, se paragonata al contesto europeo, dell'ordinamento italiano in materia di azioni a voto plurimo e maggiorato nelle società per azioni ha spinto il legislatore a prendere spunto dalle legislazioni di alcuni stati membri dell'Unione Europea per riformare profondamente il quadro normativo esistente. Tale intervento si è concretizzato con l'adozione della Legge 5 marzo 2024, n. 21, recante misure a sostegno della competitività dei capitali, che ha rivisto la *governance* societaria italiana. Il presente contributo analizza alcune novità che hanno caratterizzato tale aggiornamento normativo, con particolare attenzione al ruolo delle cosiddette *sunset clauses*, da utilizzarsi quale strumento di equilibrio tra la stabilità del controllo societario e la tutela delle minoranze. Attraverso il confronto con la prassi notarile e la dottrina più recente, si esamineranno i profili di autonomia statutaria, i limiti, le prassi e le prospettive evolutive derivanti da tale intervento normativo.

La svolta della Legge Capitali e il nuovo scenario europeo

La **disciplina delle azioni a voto plurimo e maggiorato** rappresenta, nell'attuale contesto, uno dei temi più rilevanti e strategici del diritto societario italiano, anche in considerazione del suo impatto sulla struttura e sul controllo delle società per azioni. La 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*" ("**Legge Capitali**") ha introdotto alcune modifiche alla disciplina del voto plurimo nelle società per azioni prevista dall'art. 2351 c.c., la cui emissione non era permessa in Italia sino al 2014, nonché alla disciplina del voto maggiorato nelle società quotate ai sensi dell'art. 127-*quinquies* del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 ("**TUF**"), ampliando la portata degli strumenti di potenziamento del voto già esistenti nel nostro ordinamento e ridefinendo i confini della proporzionalità tra capitale sociale, voto e potere amministrativo (I. Pollastro, "*Azioni a voto multiplo: dalla ritrosia alla proposta di adozione nel mercato comune europeo*", *Orizz. dir. comm.*, 2023; *CNN*, Studio n. 40-2024/I).

Questa riforma si inserisce altresì in un contesto europeo in rapida evoluzione, caratterizzato da una crescente attenzione alla competitività dei mercati dei capitali e segnato dalla Direttiva (UE) 2024/2810, a oggi in fase di recepimento.

La fuga di alcune importanti realtà italiane all'estero e la necessità di competere sul mercato dei capitali anche dal punto di vista della piattaforma normativa hanno accelerato un processo che non poteva più essere rimandato.

La ratio della riforma: tra competitività, attrattività e fuga delle società di capitali

La *ratio* di tale riforma muove dal principio espresso dall'art. 2351, comma 1, c.c., secondo cui nelle società per azioni “ogni azione attribuisce il diritto di voto”. Tale assunto esprime il cosiddetto principio di proporzionalità, conosciuto anche con l'acronimo inglese “one share one vote” (“OSOVS”), ai sensi del quale ciascun azionista può esercitare il proprio diritto di voto nell'assemblea delle società per azioni in base alla quota di capitale sociale posseduta.

La rigidità con cui tale principio è stato applicato in Italia – specie se confrontato con la maggiore flessibilità di altri ordinamenti europei che adottavano già da tempo soluzioni più vicine alle esigenze dei mercati mediante meccanismi idonei a temperare il principio OSOV e gli eventuali abusi connessi a strutture di voto differenziate (i cosiddetti “control-enhancing mechanisms” o “CEMS”) – ha contribuito a rendere il mercato dei capitali italiano meno competitivo rispetto a giurisdizioni quali Olanda, Svezia e Francia (I. Pollastro, “Azioni a voto multiplo: dalla ritrosia alla proposta di adozione nel mercato comune europeo”, Orizz. dir. comm., 2023; CNN, Studio n. 40-2024/I; G. Condò, “Navigare tra le clausole statutarie”, Milano Notai, 2024).

La concorrenza di tali ordinamenti europei, sui quali iniziavano ad atterrare le *holding* quotate di alcuni importanti gruppi nostrani, ha rappresentato un segnale d'allarme per il legislatore, portandolo a ripensare la normativa esistente in materia.

In questo contesto si colloca la Legge Capitali, che ha innalzato il numero massimo dei voti attribuibili ai possessori di azioni a voto plurimo da 3 a 10 voti per azione (art. 2351, comma 4, c.c.) e ha riformato la disciplina del voto maggiorato, introducendo nelle società quotate un moltiplicatore di voto fino a 10 voti per azione (art. 127-*quinquies*, comma 2, TUF).

La riforma persegue due distinti obiettivi: da un lato incentivare la quotazione di imprese innovative e familiari su mercati regolamentati, favorendo strategie di lungo periodo, dall'altro garantire un'adeguata trasparenza degli assetti societari.

Caratteristiche delle azioni a voto plurimo, autonomia statutaria e prassi

L'emissione di azioni a voto plurimo è consentita solo nelle società non quotate, essendo tale possibilità espressamente preclusa alle società quotate dall'art. 127-*sexies* TUF, salvo alcune specifiche eccezioni. La normativa vigente prevede che le eventuali azioni a voto plurimo emesse prima di una quotazione su un mercato regolamentato possono, in ogni caso, essere mantenute dalla società. Si segnala altresì che il suddetto art. 127-*sexies*, comma 2, TUF, salvo che lo statuto della società disponga diversamente e al fine di mantenere inalterato il rapporto tra le diverse categorie di azioni in specifici casi (*i.e.* aumento di capitale ex art. 2442 c.c. e fusione o scissione), consente l'emissione di azioni a voto plurimo sia alle società quotate che ne avessero già emesse anteriormente alla quotazione, sia alle società risultanti dalla fusione o dalla scissione di società che ne avessero a loro volta emesse (M. Meoli, M. Valinotti, “Novità della c.d. “Legge Capitali”(L. 21/2024)”, in Eutekne, marzo 2024).

Occorre altresì sottolineare come la riforma oggetto della presente analisi si caratterizzi per un **forte rilancio dell'autonomia statutaria**. Le società per azioni di diritto italiano, a oggi, possono prevedere nel proprio statuto:

- diverse **categorie di azioni a voto plurimo**, anche con moltiplicatori differenziati e, in alcuni casi, decimali (*i.e.* 3 / 5,5 / 10 voti per azione);
- determinate **condizioni per l'attribuzione e la perdita del voto plurimo** (*i.e.* azioni il cui mantenimento è subordinato alla permanenza di un rapporto di lavoro con la società, eventi oggettivi, durata temporale, passaggi generazionali);

- **limitazioni** al voto plurimo su specifiche materie (*i.e.* fusioni, modifiche statutarie, operazioni con parti correlate) o maggioranze specifiche per alcune deliberazioni.

Tale flessibilità, in particolare nelle società di nuova quotazione, rende lo strumento delle azioni a voto plurimo molto conveniente, sia se paragonato allo strumento di azioni con voto maggiorato (la cui applicabilità risulta comunque essere più limitata), sia con riferimento alle esigenze delle società che intendono accedere al mercato dei capitali senza limitare in maniera eccessiva i propri assetti di governo.

È altresì opportuno rilevare che le azioni a voto plurimo rappresentano una categoria speciale di azioni, con la conseguenza che il soggetto detentore delle stesse può trasferire ai propri aventi causa, anche a titolo particolare, i diritti connessi a tale categoria. Ne consegue che tale strumento risulta particolarmente efficace sotto il profilo della gestione del governo societario, anche in un'ottica di pianificazione patrimoniale e generazionale (CNN, Studio n. 40-2024/I).

Sunset clauses ovvero le clausole di caducità: funzione, tecniche e limiti

Le **clausole di caducità**, c.d. **sunset clauses**, sono ormai riconosciute come una soluzione efficace per garantire equilibrio negli statuti di società per azioni che prevedono azioni a voto plurimo. Tali clausole statutarie introducono un valido correttivo per le eventuali distorsioni determinate da una durata perpetua del diritto di voto plurimo in capo al medesimo soggetto, prevedendo, al verificarsi di determinati eventi, la cessazione automatica di tale diritto di voto o la conversione di tali azioni in azioni ordinarie. In altre parole, applicando i principi più generali del diritto italiano, introducono il diritto di voto plurimo condizionato (l. Pollastro, “Azioni a voto multiplo: dalla ritrosia alla proposta di adozione nel mercato comune europeo”, Orizz. dir. comm., 2023).

Tra i più comuni eventi che possono essere previsti in una clausola di caducità, si annoverano (i) il trasferimento delle azioni a soggetti terzi estranei al nucleo di controllo, (ii) il decesso del titolare originario e (iii) il decorso di un termine temporale dalla quotazione della società o dall'emissione delle azioni a voto plurimo.

La **funzione principale** delle clausole di caducità, da tempo diffuse e molto impiegate in alcune giurisdizioni, anche extraeuropee, è di **assicurare che il rafforzamento del voto non diventi permanente**, garantendo stabilità di controllo e di governo all'imprenditoria familiare e permettendo al contempo una fase di crescita e apertura al mercato. Nondimeno, la presenza di tali clausole può essere utile a evitare una cristallizzazione del governo societario, favorendo la circolazione delle partecipazioni sul mercato e sostenendo pertanto le esigenze di competitività del mercato dei capitali (G. Condò, “Navigare tra le clausole statutarie: voto plurimo e voto maggiorato”, Milano Notai, 2024).

Impatto del voto plurimo sul funzionamento della S.p.A.: quorum, recesso e controllo societario

Il recente aggiornamento normativo non disciplina espressamente l'incidenza del voto plurimo sulla formazione dei *quorum* costitutivi e deliberativi, né chiarisce se la maggioranza del voto debba essere computata ai fini dell'esercizio di diritti diversi dal voto (come, a titolo esemplificativo, la convocazione dell'assemblea, l'impugnazione delle delibere, la presentazione di liste per il consiglio di amministrazione). La prassi notarile e la dottrina prevalente suggeriscono di applicare per analogia le regole previste per il voto maggiorato dall'art. 127-*quinquies*, comma 10, TUF, ai sensi del quale la maggioranza del voto si computa anche nella determinazione dei *quorum* costitutivi e deliberativi facenti riferimento alle aliquote di capitale sociale, salvo diversa previsione statutaria. Tuttavia, per i diritti diversi dal voto (tra cui, la richiesta di convocazione dell'assemblea ex art. 2367 c.c., il diritto di impugnare le delibere assembleari ex art. 2377 c.c. o di esercitare l'azione sociale di responsabilità ex art. 2393-bis c.c.), il voto plurimo non ha effetto, in maniera tale da evitare che la soglia di capitale richiesta venga innalzata indirettamente (CNN, Studio n. 40-2024/I; M. Meoli, M. Valinotti, “Azioni a voto plurimo”, in Eutekne, giugno 2024).

La possibilità di prevedere a livello statutario l'emissione di azioni a voto plurimo richiede altresì una breve valutazione in merito al diritto di recesso dei soci dissenzienti che non hanno concorso alla deliberazione relativa alla loro introduzione, in particolare qualora tale delibera preveda che le azioni già emesse, o da emettere in virtù di un aumento di capitale contestualmente deliberato, siano dotate di voto plurimo. A tal riguardo, si è ampiamente discusso in dottrina se il diritto di recesso dei soci ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g) c.c. debba riferirsi esclusivamente a delibere aventi a oggetto modificazioni relative a diritti di voto o partecipazione, ovvero lo stesso possa essere esercitato anche in caso di modifiche statutarie con effetti indiretti su tali diritti di voto o partecipazione. Secondo l'orientamento più rilevante deve concludersi che il diritto di recesso sia esercitabile dai soci solo in caso di modifiche statutarie che incidano in maniera diretta sui diritti di voto o di partecipazione dei soci e, conseguentemente, non ogniqualvolta la delibera in oggetto venga strutturata in maniera tale che ciascun socio sia posto in condizione da non subire tale modifica. In altre parole, con riferimento all'introduzione delle azioni a voto plurimo, il diritto di recesso ex art. 2437, comma 1, lett. g) c.c. dovrebbe essere escluso nell'ipotesi in cui (i) l'attribuzione del voto plurimo in relazione ad azioni già emesse non alteri la maggioranza preesistente (ad esempio, nel caso in cui alcune azioni ordinarie vengano convertite in azioni a voto plurimo con riferimento ad una quota proporzionale per ciascun socio) e (ii) le azioni a voto plurimo da emettere siano offerte in opzione ai soci in proporzione alla loro partecipazione sociale (CNN, Studio n. 40-2024/I).

Oltre ai profili legati al diritto di recesso, l'utilizzo dello strumento delle azioni a voto plurimo comporta rilevanti conseguenze sul controllo societario. Invero, l'incremento dei voti attribuibili a tali azioni, unitamente alla possibile combinazione delle stesse con azioni prive del diritto di voto, potrebbe consentire di acquisire il controllo di una società per azioni detenendo una quota di capitale significativamente contenuta rispetto al passato, determinando pertanto una diversa configurazione del governo societario e dei meccanismi decisionali.

La diffusione del voto plurimo nel mercato societario italiano

Nel contesto italiano, il voto plurimo si presenta come un valido strumento di governo societario in fase di diffusione e, nella maggior parte dei casi, legato a realtà con assetti proprietari solidi e di origini familiari.

Come emerso dalla precedente analisi, la *ratio* sottostante all'introduzione delle azioni a voto plurimo non è di modificare l'equilibrio di mercato ma di **favorire la continuità strategica e la stabilità di controllo** in società in cui tale equilibrio è già naturalmente radicato.

Secondo alcune recenti statistiche pubblicate dalla CONSOB, sei società quotate italiane sono dotate di azioni a voto plurimo emesse prima della loro quotazione. Muovendosi da tali dati, si osserva che l'incidenza delle società dotate di strumenti di voto plurimo rappresentano solo lo 0,3% del totale del mercato principale.

La struttura proprietaria di queste società mette ulteriormente in luce la natura non distorsiva di tale strumento giuridico. Sempre secondo i dati ufficiali CONSOB, nelle società che dispongono di meccanismi di voto potenziato, ivi incluse azioni dotate di voto plurimo, l'azionista di maggioranza detiene mediamente il 56% del capitale sociale, rispetto al 48% registrato usualmente sul mercato. Si tratta pertanto di realtà in cui il controllo è già stabilmente concentrato in capo a un solo azionista e nelle quali il voto plurimo rafforza ulteriormente la relazione tra distribuzione del capitale e capacità di indirizzo strategico (CONSOB, "Report on corporate governance of Italian listed companies", 2024; CONSOB, "Elenco voto maggiorato e plurimo", sito istituzionale).

Nel mercato italiano destinato alle società in crescita (*Euronext Growth Milan*) il ricorso alle azioni a voto plurimo ha invece assunto una dimensione strutturale: al 30 aprile 2025 risultavano presenti categorie di azioni a voto plurimo in 36 società su 200 emittenti, rappresentando quindi ben il 18% del totale del mercato secondario. Inoltre, delle 24 società approdate in Borsa, ben 11 hanno introdotto il voto plurimo già prima della quotazione, segnando una decisa accelerazione nell'adozione di uno strumento finalizzato a

rafforzare e stabilizzare il controllo degli azionisti di riferimento (Federico Ghezzi, Federico Urbani, “*Corporate governance in Italia - Analisi sugli strumenti di potenziamento dei diritti di voto*”, Università Bocconi, 2025).

Nel complesso, quindi, il quadro delineato dalle statistiche disponibili relative al mercato italiano restituisce un'immagine delle azioni a voto plurimo quale strumento giuridico di stabilizzazione degli assetti proprietari, favorendo continuità decisionale e una visione di lungo periodo, senza incidere negativamente sull'equilibrio complessivo del mercato. Tale strumento risulta adottato in larga misura sul mercato secondario e ancora limitatamente sul mercato principale.

Continuità imprenditoriale e azioni a voto plurimo

L'esperienza maturata dalle società operanti in Italia che hanno introdotto lo strumento di voto plurimo prima della quotazione offre un interessante spunto di riflessione rispetto alle dinamiche esistenti sul mercato italiano. Il voto plurimo non sembrerebbe pertanto operare quale mero strumento di rafforzamento del potere decisionale ma come una leva di continuità imprenditoriale, capace di garantire stabilità decisionale, soprattutto nelle fasi più delicate della vita di una società, tra cui, la gestione del passaggio generazionale e l'eventuale apertura della società nei confronti di investitori terzi.

Da una prima analisi, emerge un istituto giuridico monitorabile che si inserisce in un perimetro regolatorio già strutturato e idoneo a garantirne un utilizzo equilibrato. In questa prospettiva, l'esperienza positiva delle società che hanno introdotto il voto plurimo prima della quotazione e che oggi operano sotto vigilanza rappresenta un riferimento utile anche per altre realtà a conduzione familiare, la quali avrebbero così a disposizione uno strumento giuridico efficace per valutare l'apertura a capitali esterni mantenendo, al contempo, continuità nella direzione strategica della società.

Profili di *governance*: il confronto internazionale e la prospettiva europea

Il modello introdotto dal legislatore italiano con la Legge Capitali si avvicina adesso sempre più a quello di altri stati europei, tra cui Francia e Olanda, dove la flessibilità statutaria, anche con riferimento alla configurazione dei diritti di voto, è da sempre una leva di competitività (I. Pollastro, “*Azioni a voto multiplo: dalla ritrosia alla proposta di adozione nel mercato comune europeo*”, *Orizz. dir. comm.*, 2023; CONSOB, “*Report on corporate governance of Italian listed companies*”, 2024; *Circ. Assonime n. 6/2024*).

La **Direttiva (UE) 2024/2810**, in corso di recepimento, conferma la **tendenza europea a valorizzare la flessibilità dei mercati di capitali e delle strutture di voto**, ribadendo al contempo la necessità di mantenere un'elevata tutela degli investitori e una costante integrità dei mercati. La norma mira ad armonizzare le discipline degli Stati membri in materia di azioni a voto plurimo nei confronti delle società che intendono quotarsi, disciplinando la facoltà di adottare strutture che prevedano l'emissione di azioni a voto plurimo. In particolare, si segnala che la Direttiva (UE) 2024/2810 contempla alcuni meccanismi di salvaguardia pensati per tutelare gli azionisti che non detengono diritti di voto potenziati, insieme a precisi obblighi di trasparenza nei confronti del mercato che prevedono l'inserimento nel prospetto informativo, o nel documento di ammissione alla negoziazione, tra le altre, delle informazioni relative alle eventuali azioni a voto plurimo emesse dalla società.

Allo stato attuale, la normativa italiana, così come modificata dalla Legge Capitali, sembrerebbe già in buona parte essere allineata con le previsioni della Direttiva (UE) 2024/2810.

In conclusione

Attraverso la significativa attenuazione del principio per il quale “*ogni azione attribuisce il diritto di voto*” basato a sua volta sul principio di proporzionalità tra gli assetti proprietari e il rischio di impresa, la Legge

Capitali ha reso il voto plurimo uno strumento centrale per la competitività delle imprese italiane e per la tutela degli assetti di governo delle stesse nel lungo periodo.

Seppur prestandosi, come tutte le riforme che incidano sul governo societario, al rischio dell'abuso degli strumenti previsti, la nuova disciplina delle azioni a voto plurimo e maggiorato segna un decisivo passo in avanti verso l'armonizzazione del diritto nazionale con il diritto europeo e verso una maggiore competitività del mercato italiano. La principale sfida per il futuro, anche in attesa che la Direttiva (UE) 2024/2810 sia recepita compiutamente a livello nazionale, sarà quella di trovare e mantenere un equilibrio tra la capacità degli operatori del mercato di utilizzare in modo consapevole e responsabile tali strumenti giuridici e la protezione degli investitori, anche attraverso l'aggiornamento delle prassi operative di governo societario a livello nazionale e l'allineamento con alcune già diffuse consuetudini operative a livello internazionale.

In tale prospettiva, l'esperienza delle società operanti sul mercato italiano, già dotate di azioni voto plurimo e sottoposte a vigilanza, offre uno spunto utile su come questo strumento giuridico, se utilizzato correttamente, possa favorire percorsi di apertura ai capitali esterni senza compromettere continuità e controllo strategico nel lungo periodo, anche nel caso di società a gestione familiare.