



**SCUOLA DOTTORALE INTERNAZIONALE "TULLIO ASCARELLI"**

Diritto - Economia - Storia

---

XXIII ciclo

LE LIMITAZIONI AL VOTO NEL MERCATO FINANZIARIO

Marina Cordopatri

A.A. 2010/2011

Coordinatore: Chiar.mo Prof. Andrea Guaccero

# INDICE

## Introduzione

### Capitolo primo

#### I criteri di attribuzione del voto

1. La cd. democrazia azionaria: proprietà e controllo.
2. segue.
3. L'attribuzione del voto secondo il principio *one vote/one share*.
4. segue. Efficienza.
5. Le deviazioni del principio.
6. Criteri diversi di attribuzione.
7. Segue. Spunti critici.
8. L'esperienza statunitense.
9. Verso un diritto comune europeo.

### Capitolo secondo

#### La modulazione del diritto di voto.

1. Diritto di voto e autonomia statutaria.
2. Considerazioni generali sulla natura e sui limiti delle modulazioni del diritto di voto.
3. I limiti legali.
4. segue. La *record date*.
5. I limiti statutari.
6. segue. Le azioni di risparmio.
7. I limiti contrattuali: in particolare i patti parasociali.

8. *segue*. Il contratto di riporto e i contratti derivati.

### Capitolo terzo

#### Le prospettive rimediali.

1. La tutela obbligatoria.
2. La tutela reale: suoi limiti.
3. *segue*. Ipotesi di tutela giurisdizionale.
4. La tutela degli azionisti senza diritto di voto. Il principio di buona fede.
5. La legittimazione.
6. La regola di neutralizzazione e la sua ricezione nel diritto comunitario.
7. *segue*. Il rapporto con l'emissione di azioni speciali e con gli atti dispositivi del diritto di voto.

## Introduzione

Questa ricerca si propone di esaminare i casi in cui, nell'ambito delle società quotate nei mercati regolamentati, possa essere limitato o, per dir così, modulato il diritto di voto di taluni azionisti.

Così ci si ripromette di inquadrare i casi di cui sopra nel rispetto dei principi del diritto societario moderno. Primo fra tutti, quello – peraltro, reso bene dallo *slogan* “chi più ha più rischia” – secondo cui la scelta legislativa è nel senso di riconoscere e attribuire il potere di governo della società alla maggioranza dei soci e di orientare, di conseguenza, l'attività della società al perseguimento dei loro interessi.

L'indagine, la cui linea di tendenza è seguita anche dal legislatore dell'ultima riforma con riferimento alla *corporate governance*, tende altresì alla individuazione di tecniche organizzative che possano assicurare meglio – o se si vuole con maggiore efficienza – il rispetto del principio *one share–one vote*, per cui il potere di voto è attribuito al socio proporzionalmente alla di lui partecipazione al rischio (cd. democrazia azionaria), imponendo una proporzionalità fra rischio e controllo. Si vuol dire che il tasso di rischio e la consistenza della disponibilità del voto comporta anche che il detentore del capitale azionario, che ha un diritto pieno di partecipare agli utili o

all'avanzo di liquidazione, svolga un'attività di indirizzo e di controllo sulle scelte societarie.

La ricerca si propone, quindi, di valutare preliminarmente se il principio in discorso – ormai risalente, e accolto, oltre che nell'esperienza giuridica statunitense, anche in quella del nostro ordinamento – possa considerarsi ancora ai nostri giorni lo strumento che possa assicurare una maggiore efficienza e concretezza nell'attribuzione del potere. O, piuttosto, se riescano congrue e necessarie, o quantomeno più opportune, le (molteplici) limitazioni che, allo stato, lo restringono.

Invero, la contemplazione, nell'atto costitutivo, di posizioni partecipative con diritti amministrativi non omogenei, comporta la differenziazione e/o la disomogeneità dell'interesse dei soci dedotto nel contratto sociale, con gli evidenti problemi che ne potrebbero discendere. Ne consegue che la detta contemplazione, che costituisce certamente un aspetto dell'autonomia privata, deve essere scrutinata alla luce delle diverse esigenze che possono essere prefigurate.

Le deviazioni dal principio *one vote – one share* possono (meglio, devono) essere quindi ammesse solo in determinate circostanze (come, ad esempio, nel caso dell'offerta al pubblico di una nuova categoria di azioni senza voto), nelle quali i relativi costi non siano sopportati dagli azionisti diffusi.

A ben vedere, forse, la soluzione del problema è strettamente connessa con la valutazione attuale del ruolo economico-sociale da riconoscere alla società per azioni.

Ciò non di meno, anche in quest'ottica più permissiva, non si dovrebbe prescindere dal grado di protezione da accordare alle minoranze e all'azionariato diffuso, che influenza la misura e la distribuzione dei benefici privati del controllo, e si dovrebbero individuare validi meccanismi di composizione dei diversi e molteplici interessi coinvolti. Composizione che bene può operarsi, come si cercherà di dimostrare nel corso dell'opera, anche e soprattutto con una corretta e ponderata applicazione delle norme contenute nel codice civile e dei principi desumibili dal diritto comune. Ad esempio, un giusto limite alla modulazione del diritto di voto potrebbe correttamente cogliersi nel principio di diritto comune della buona fede. E altrettanto utile, onde valutarne la compatibilità con i tradizionali rimedi civilistici, è, in questa prospettiva, interrogarsi anche sulla funzione svolta dalle norme di settore. Si tratta, all'evidenza, di un frammento della problematica più ampia, che riguarda la tutela individuale, in presenza di un intervento pubblico nell'economia (rafforzato dalle autorità di vigilanza di settore), per assicurare un'adeguata e più piena protezione di interessi ritenuti meritevoli di tutela.

In tale contesto, cioè all'interno del novero delle prospettive rimediali, si deve inquadrare e leggere la cd. regola di neutralizzazione, o come viene chiamata in altri ordinamenti la *breakthrough rule*, – introdotta nel nostro

ordinamento con decreto legislativo n. 229/2007, in seguito al recepimento della direttiva europea 2004/25/CE, e peraltro avversata dalla maggioranza degli Stati membri –, alla cui analisi si intende dedicare adeguata attenzione. La regola, consacrata nell'art. 104 *bis* T.U.F., e che rappresenta una importante innovazione nel mercato finanziario, porta importanti deroghe alle limitazioni al diritto di voto nonché alle limitazioni della trasferibilità delle azioni (patti di prelazione o di gradimento, e così via).

Invero, in forza della regola in discorso, tutte le restrizioni previste in accordi contrattuali fra la società e i possessori di titoli o in accordi contrattuali fra soci e in patti parasociali non hanno effetto nei confronti dell'offerente (è il caso dell'offerta pubblica d'acquisto), per il periodo in cui l'offerta deve essere accettata, nelle assemblee chiamate a decidere sugli atti e le operazioni previste dall'art. 104, e quindi su ogni misura preventiva da recepire in occasione di un'OPA. La stessa norma prevede pure che la previsione della regola in discorso deve essere contenuta nello statuto della società quotata. In sintesi, l'applicazione di tale regola comporta l'attribuzione del diritto di voto ad azionisti che ne erano privi: ciò al fine di ridurre il trinceramento dei *managers* delle società e dei possessori di blocchi azionari.

Si spiegherà, per questa via, perché la regola *de qua*, che prima della modifica introdotta dalla legge n. 2/2009 era imperativa e inderogabile, più che ogni altra disposizione in materia, è ora assolutamente in grado di

innalzare il livello di concorrenzialità delle imprese sui mercati finanziari europei, perfettamente in linea con lo scopo che si prefigge di raggiungere.

Al riguardo, però, rimane da appurare se, ai fini dell'applicazione della detta regola di neutralizzazione, così come formulata nella direttiva OPA, sia corretto e fondato distinguere fra limitazioni contrattuali e limitazioni strettamente connaturate alla struttura genetica dello strumento finanziario. Ed invero, con riferimento alla prima categoria, la sospensione delle restrizioni risponde all'esigenza di restituire agli azionisti, in occasione dell'OPA, la pienezza delle facoltà e dei diritti connessi alle azioni stesse. Al contrario, le limitazioni connesse alla natura del titolo dovrebbero essere escluse dalla restrizione della gittata applicativa della regola in discorso, che finirebbe così per rivelarsi "sovrabbondante" rispetto agli scopi del legislatore e per stravolgere il contenuto di diritti geneticamente connessi alla specifica categoria di azioni, la cui lesione non sarebbe in alcun modo riparata attraverso il rimedio rappresentato dall'equo indennizzo.



## Capitolo primo

### I CRITERI DI ATTRIBUZIONE DEL VOTO

**SOMMARIO:** 1. La cd. democrazia azionaria. – 2. *Segue.* – 3. L'attribuzione del voto secondo il principio *one vote/one share*. – 4. *Segue.* Efficienza. – 5. Le deviazioni del principio. – 6. *Segue.* Criteri diversi di attribuzione. – 7. Spunti critici. – 8. L'esperienza statunitense. – 9. Verso un diritto comune europeo.

#### 1. *La cd. democrazia azionaria.*

La struttura capitalistica della società comporta, in via di principio, che i diritti e i poteri dei soci nella società si determinino in funzione della partecipazione al capitale sociale. Nel nostro ordinamento il principio di democrazia azionaria, che forse assurge ormai a un mero *slogan*<sup>1</sup> svuotato del proprio contenuto<sup>2</sup>, è stato elaborato per collegare il rapporto che intercorre, nelle società di capitali, fra l'investimento, espressione del rischio – meglio “quantificazione” dello stesso –, e il potere che al socio è riconosciuto all'interno dell'organizzazione societaria. Si è cercato, così, di

---

<sup>1</sup> L'espressione è di C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2006, 143. Come rilevato, fra gli altri da R. WEIGMANN, voce <azioni di società>, in *Dig. it. – discipline privat., sezione commerciale*, II, Torino, 1987, 129; e F. DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, 1984, 269; il ‘peso’ dell'azionista nelle decisioni assembleari generalmente dipende da numero delle azioni da lui detenute, anche se non si possono tralasciare di considerare le ipotesi di esclusione, di limitazione e di sospensione del voto, nelle quali rientrano, ad esempio, le azioni di risparmio e quelle di godimento.

<sup>2</sup> Si tornerà in prosieguo sull'attualità di questo principio all'interno del nostro ordinamento.

riequilibrare, secondo gli schemi giuridici conosciuti nel nostro ordinamento, primo fra tutti quello della responsabilità, la posizione di tutti i soci all'interno della società. Il funzionamento dell'assemblea è perciò dominato dal principio maggioritario ed il peso di ogni socio in assemblea è proporzionato alla quota di capitale sottoscritto ed al numero delle azioni possedute. Si è cercato, ancora, di riservare il potere decisionale in assemblea a quanti detengono la maggioranza del capitale e, quindi, rischiano (o possono rischiare) in misura maggiore. O, meglio, di distribuire il detto potere in proporzione alla partecipazione azionaria detenuta.

La società per azioni si caratterizza, infatti, per il principio organizzativo in base al quale i diritti del socio non soltanto sono commisurati in base alla sua partecipazione al capitale sociale, ma sono stimati addirittura preventivamente, prima ancora dell'imputazione al singolo socio, e a prescindere, dall'atto con cui la società viene organizzata. Si tratta, in effetti, di una soluzione organizzativa tipica ed essenziale della società per azioni<sup>3</sup> e che dimostra per intero la sua rilevanza, laddove vengano in questione diritti del socio che possano per la loro natura tradursi in termini quantitativi; non anche quelli che non consentono alcuna quantificazione<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> Cfr. C. ANGELICI, voce <Azioni di società>, in *Enc. giur.*, IV, 1.

<sup>4</sup> Sul punto, F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, Milano, 1968, 131.

E' noto, d'altronde, che sono stati predisposti congegni idonei a scongiurare il pericolo, per la verità attuale, che l'eventuale disinteresse dei soci alla vita della società possa paralizzarne la vita, e dunque le scelte operative<sup>5</sup>. ?

In buona sostanza, all'origine, il principio di democrazia azionaria si proponeva di assicurare la concreta partecipazione del socio alle scelte e agli indirizzi societari, in ragione e sotto il riflesso della sua effettiva partecipazione al capitale sociale.

Senonché, il principio in discorso si è venuto via via modificando, per non dire, trasformando. Come è stato autorevolmente rilevato<sup>6</sup>, dal rigido principio della partecipazione azionaria in senso oggettivo si è passati, nel tempo, ad una sorta di categorizzazione progressiva delle azioni. Se, da un lato, è vero che l'azione è da considerarsi quale unità di misura dei diritti e degli obblighi sociali, dall'altro lato è altrettanto vero che, ai nostri giorni, possono contemplarsi diverse categorie di azioni, addirittura la categoria dell'azione unica<sup>7</sup>, e comunque in ogni caso quella composta da azioni cc.dd. ordinarie<sup>8</sup>. Ne consegue che alla diversificazione ormai conclamata

---

<sup>5</sup> Il riferimento è qui, fra i tanti, al recente d. lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, in materia di deleghe di voto, in attuazione della direttiva 2007/36/CE.

<sup>6</sup> C. ANGELICI, *Le azioni*, in AA.VV., *Il Codice civile commentato*, P. Schlesinger (diretto da), Milano, 1992, 62 ss.

<sup>7</sup> Cfr. P. SPADA, *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, I, 113 ss.; B. VISENTINI, *Azioni di società*, in *Enc. dir.*, IV, Milano, 1959, 983; G. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, Milano, 1982, 163.

<sup>8</sup> Quest'ultima categoria, come opina taluno (C. ANGELICI, *Le azioni*, cit., 67; M. BIONE, *Le azioni*, in AA.VV., *Trattato delle Società per Azioni*, Colombo-Portale (diretto da)

delle categorie di azioni<sup>9</sup> corrisponde la diversificazione della posizione dei soci nell'assetto societario e, dunque, dei rispettivi diritti ed obblighi sociali.

## 2. *Segue.*

Si pone a questo punto l'interrogativo, ai fini della ricerca, se e quanto sia ancora rimasto nel nostro ordinamento del principio richiamato della 'democrazia azionaria'.

Senza dubbio non può essere trascurata l'esigenza di efficienza che ha ispirato l'elaborazione di detto principio, ma non è neppure da sottacere che autorevole dottrina ha affermato quanto sia "poco plausibile"<sup>10</sup> lo svolgimento ancora oggi di un discorso riguardo al principio di 'democrazia azionaria'. L'avviso è estremamente importante e merita, pertanto, qualche ulteriore considerazione.

Se, infatti, si assume che l'accezione da dare al concetto di democrazia è quella corrente, per la quale il potere gestionale è demandato alla

---

Torino, 1991, 17 ss.; A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, 86; A. BARTALENA, *Le azioni con prestazioni accessorie come "categoria" di azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1998, 199 ss., il quale ultimo individua nelle "azioni convenzionalmente assunte e qualificate come ordinarie", il riferimento per determinare se il trattamento sia peggiore o peggiore; C. F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004, 74 s.) deve essere sempre e comunque presente.

<sup>9</sup> Da tale scelta legislativa non risulta certo riguardato il principio di uguaglianza in virtù del quale è precluso che diritti speciali e diversi possano essere riconosciuti al singolo azionista, non già, invece, la creazione, appunto, di categorie di azioni con diritti diversi, essendo, quello della categoria, un criterio comunque generale ed astratto.

<sup>10</sup> Per tutti v. C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., 143 s.

maggioranza – così che, ad esempio, il funzionamento dell'organo assembleare deve essere informato al (e regolato sulla scorta del) principio maggioritario<sup>11</sup> – il principio in parola mal si coniuga con l'esigenza che si è appalesata negli ultimi anni e che ha trovato tutela sempre più pregnante nel diritto positivo, oltre che nelle pronunce giurisprudenziali, si vuol dire con l'esigenza di tutela delle minoranze<sup>12</sup>. Come a dire che alle dette minoranze si è voluta apprestare altra e più incisiva tutela che prescinde dall'effettiva partecipazione dei soci all'organizzazione sociale, o meglio dalla entità della stessa, rispetto a quella detenuta dalla maggioranza.

Ancora, contrasterebbe con il detto principio di democrazia azionaria la soluzione adottata dal nostro legislatore nell'ultima riforma, per cui il vizio inficia la validità delle delibere assembleari esclusivamente nel caso in cui riguardi la volontà del socio il cui voto (in ragione proprio dell'effettiva partecipazione detenuta) risulti in concreto determinante per la formazione della maggioranza (cd. prova di resistenza), secondo quanto disposto dalle norme di cui agli artt. 2373 e 2377 cod. civ.

---

<sup>11</sup> Seppure secondo C. ANGELICI, *La riforma della società di capitali*, cit., 144, sarebbe comunque più corretto definirlo "plutocratico", considerati i modi di computo della maggioranza.

<sup>12</sup> Questa considerazione ha spinto G. ROSSI, *Il mercato d'azzardo*, Milano, 2008, *passim*, ad affermare che la democrazia azionaria è stata sequestrata dalle minoranze che usando impropriamente i patti parasociali e le scatole cinesi hanno creato un potere senza responsabilità, annullato la funzione delle assemblee e dato vita ad una prassi autocratica che calpesta sistematicamente i diritti dei piccoli azionisti.

Del resto all'esigenza appena evidenziata si è ispirata, da ultimo, la recente riforma delle procedure concorsuali laddove ha distinto la categoria dei creditori per classi: si trattava, ancor qui, di assicurare tutela ai creditori cc.dd. deboli.

Di più. Contrasta con il richiamato principio anche la possibilità riconosciuta alle minoranze societarie di nominare, nelle società quotate<sup>13</sup>, uno dei componenti dell'organo di controllo, con le modalità fissate dalla Consob con regolamento (art. 148, co. 2, T.U.F.)<sup>14</sup>.

Non può essere, però, sottaciuta la encomiabile ed ancora attuale volontà del legislatore di ri-affermare l'applicabilità del principio, quasi sia, oltre per dir così "eticamente" più corretto, quello sicuramente più efficiente. Non sembra consono, infatti, che i soci che decidono di investire nella società di capitali maggiori, vengano a trovarsi in posizioni subordinate (o comunque deminute) rispetto ai soci che nella società abbiano deciso di investire risorse meno cospicue.

La direttiva europea sui diritti degli azionisti 2007/36/CE<sup>15</sup>, prima, e il legislatore italiano, successivamente<sup>16</sup>, hanno curato di riaffermare, come si è accennato, il principio della democrazia azionaria laddove hanno inteso assicurare la partecipazione degli azionisti diffusi, mediante la facilitazione

---

<sup>13</sup> Per vero anche nelle società privatizzate, seppur non quotate, è oggi prevista la nomina di un rappresentante delle minoranze nel collegio sindacale, attraverso il sistema del voto di lista.

<sup>14</sup> La riforma del 2005 ha attribuito alla Consob, e non anche allo statuto, la determinazione delle modalità di nomina del membro del collegio sindacale di minoranza, in precedenza non prevista: per la situazione pregressa v. S. AMBROSINI, in *Riv. soc.*, 1999, 1902; E. FAZZUTTI, *La nomina dei sindaci nelle società 'quotate' (e non)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 25 ss.

<sup>15</sup> Il riferimento è alla direttiva comunitaria richiamata anche *infra* nt. 15.

<sup>16</sup> Con il d. lgs. n. 27/2010.

del voto per delega<sup>17</sup>, e così riducendo di gran lunga il numero dei problemi che hanno da sempre caratterizzato le società quotate italiane.

Le superiori considerazioni riescono, forse, di conforto per le conclusioni che si vogliono trarre.

Invero, se, da un lato, come è stato pure correttamente ed autorevolmente posto in evidenza<sup>18</sup>, il principio della democrazia azionaria sembra in taluni ambiti cedere il posto ad altre e diverse esigenze (quali quella di tutela delle minoranze da possibili abusi da parte della maggioranza, ovvero l'altra di stabilità del voto espresso in assemblea), dall'altro lato, esso trova tuttora applicazione alla luce dei recenti interventi normativi, come principio che dovrebbe informare ancora e sempre, beninteso nei limiti e nei termini di cui si è detto, il regolare funzionamento degli organismi societari.

### 3. L'attribuzione del voto secondo il principio *one vote/one share*.

E' innegabile che il più importante diritto di cui dispongano i soci sia quello di esprimere il proprio voto in relazione alle questioni più rilevanti attinenti all'organizzazione e alla gestione della società. Di conseguenza, assume

---

<sup>17</sup> Le disposizioni della direttiva comunitaria si possono applicare anche alle cooperative quotate e, dunque, alle banche popolari, che soffrono oggi di un *deficit* particolarmente grave di democrazia azionaria.

<sup>18</sup> Cfr. C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., 143; G. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, Torino, 2006, 208 ss.; R. WEIGMANN, voce <azioni di società>, cit., 130 s.

fondamentale importanza l'allocazione , *i.e.* il criterio di allocazione, dei diritti di voto in capo ai soci.

Il mezzo diffusamente impiegato è la incidenza sulla struttura di voto della società, meglio, sul criterio secondo cui i voti sono attribuiti alle azioni, attraverso il noto principio *one vote-one share*. Espressione, questa, generalmente utilizzata, nell'ambito della disciplina delle società per azioni, per indicare il principio per cui ogni azione attribuisce un diritto di voto in assemblea e dunque il principio della cd. proporzionalità, ovvero del rapporto proporzionale fra le azioni detenute da un socio e il potere da questi effettivamente esercitabile in sede assembleare.

Come noto, infatti, con la suddivisione in parti del capitale, con astrazione dalle persone dei soci, i poteri e i diritti (siano essi patrimoniali ovvero amministrativi, come è quello di voto) del socio nella società si commisurano al numero delle azioni possedute. Ancora, dalle caratteristiche delle azioni dipende essenzialmente la posizione del socio, anche e soprattutto con riguardo al suo diritto di voto e al conseguente potere in assemblea. Dunque, il socio che possiede più azioni ha una somma di tanti complessi unitari di poteri e di diritti<sup>19</sup>. Al punto che giustamente è stato

---

<sup>19</sup> L'affermazione non ha però carattere assoluto, soffrendo, come noto, di taluni temperamenti, quale è quello, ad esempio previsto, con particolare riferimento all'ambito della presente indagine, dall'art. 2351, co. 2 e 3 , cod. civ., i quali prevedono i limiti di voto o i suoi scaglionamenti in ragione proprio della quantità del numero di azioni possedute da uno stesso soggetto.



ritenuto<sup>20</sup> che, con l'acquisto di altre azioni, l'azionista non viene ad occupare una nuova posizione, ma accresce la posizione già acquisita<sup>21</sup>.

D'altro canto, anche quando più azioni siano in possesso di uno stesso azionista, le vicende che riguardano una singola azione non toccheranno di certo le altre<sup>22</sup>.

Quella di *one vote-one share*, lungi dall'essere per dir così scontata, è una regola contrastata. Sono invero frequenti le ipotesi di *disproportional ownership*, cioè i casi in cui una società pone in essere meccanismi che permettono ad alcuni soci di controllare una percentuale di voti in misura non proporzionale, bensì nettamente superiore, rispetto alla percentuale dei diritti di natura patrimoniale-finanziaria di cui sono titolari. Molto frequente è, ad esempio, l'ipotesi di separazione fra *cash flow rights* e *voting rights*, per la quale un singolo azionista (o un nucleo ristretto di azionisti) pur detenendo una percentuale minoritaria dei *cash flow rights*, risulta tuttavia

---

<sup>20</sup> Il riferimento è ancora a C. ANGELICI, *Le azioni*, cit., 62.

<sup>21</sup> E' questo il principio cd. dell'autonomia delle azioni: in argomento, v., fra gli altri, G. FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile*, Vassalli (diretto da), Torino, 1971, 445 s.; P. G. JAEGER, *Il voto <divergente> nelle società per azioni*, Milano, 1976, 54 ss.; C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle società per azioni*, Colombo-Portale (diretto da), Torino, II, 1991, 104 ss.; M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, Colombo-Portale (diretto da), Torino, 1991, II, 37 ss. Per una valutazione parzialmente difforme, critica del principio di autonomia, v. G. C. RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, 1964, 301 ss.; P. SPADA-M. SCIUTO, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, Colombo-Portale (diretto da), Torino, II, 1991, 29 ss.

<sup>22</sup> Discorso diverso è da farsi, invece, per le vicende che attengono all'operazione di emissione dei titoli azionari, vicende che si ripercuotono su tutti quei titoli azionari (di massa) riconducibili alla medesima emissione.

in grado di esercitare nelle assemblee degli azionisti la maggioranza dei diritti di voto, assicurandosi per questa via anche i *board rights* e spesso anche i *management rights*.

L'applicabilità del principio *one vote–one share*, sotto analisi, lungi dal dar luogo ad una questione ormai superata e dunque di poco conto, continua ad essere invece al centro dell'attenzione e giunge addirittura a generare e a rinverdire *querelles*, sia a livello comunitario<sup>23</sup> che a livello internazionale<sup>24</sup>.

Il dibattito sul principio *one vote-one share* affonda, a ben guardare, le proprie radici nel primo quarto del XX secolo<sup>25</sup>, allorquando le azioni, ordinarie e privilegiate, che fino ad allora avevano tutte i medesimi diritti di voto, iniziarono ad essere emesse<sup>26</sup> con differenziazioni sia in punto di fatto sia in punto di diritto di voto<sup>27</sup>.

---

<sup>23</sup> V. in tal senso G. FERRARINI, <Un'azione-un voto>: un principio europeo?, in *Riv. soc.*, 2006, *passim*; M. L. VITALI, *Le deviazioni dal principio di proporzionalità nell'esercizio del diritto di voto: un recente studio della Commissione europea*, in *Riv. soc.*, 2007, 904 s.; A. KHACHATURYAN, *The One-Share-One-Vote Controversy in the EU*, *ECMI Paper No. 1/August 2006*, *passim*.

<sup>24</sup> Cfr., per tutti, S. GROSSMAN – O. HART, *One vote – One share and the Market for Corporate Control*, in *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, *passim*.

<sup>25</sup> Così L. LOSS – J. SELIGMAN, *Securities Regulation*, New York 3rd ed., 2003, 1833; G. FERRARINI, <Un'azione-un voto>: un principio europeo?, cit., 40.

<sup>26</sup> E' stato nel 1925 che alcune delle principali *corporations* negli Stati Uniti iniziarono ad emettere azioni ordinarie senza diritto di voto (v. sul punto G. FERRARINI, <Un'azione-un voto>, cit., 40).

<sup>27</sup> E' stato pure osservato (A. BERLE – G. MEANS, *The modern Corporation and Private Property*, New Brunswick rev. ed., 1968, 69) che in questa maniera si è cercato di costruire, con metodi per dir così legali, quali fra tutti le categoria di azioni privilegiate senza diritto di voto e il sindacato azionario di voto, minoranze di controllo.

Il principio in discorso esprimeva elevati *standards* di democrazia societaria, come riflessi nelle regole di responsabilità sociale, integrità ed affidabilità nei confronti degli azionisti. Senza contare che, come pure precisato da autorevoli economisti<sup>28</sup>, poiché il principale elemento idoneo ad influenzare la facilità della acquisizione delle partecipazioni sociali è proprio il criterio con il quale i voti sono attribuiti alle azioni, l'applicazione del principio *one vote – one share* si rivela essere all'uopo sicuramente il migliore.

La superiore considerazione, per quanto riguarda l'esperienza statunitense, che sin dagli anni '20 del secolo scorso ha condotto l'allora Presidente Roosevelt a contrastare ogni forma di concentrazione del potere economico, ha portato anche il NYSE<sup>29</sup> a richiederne l'applicazione quale requisito di ammissione alla quotazione sui mercati. Tanto da far presumere che sia stato proprio questo approccio a contribuire alla costituzione – sempre negli Stati Uniti – di società con azionariato diffuso.

In Europa, come in Italia del resto, il suesposto principio ha focalizzato con qualche ritardo l'interesse degli esperti, in concomitanza con lo sviluppo del mercato dei capitali. In Italia, come in Germania, ma non in Francia e in

---

<sup>28</sup> Cfr. S. GROSSMAN – O. HART, *One vote – One share and the Market for Corporate Control*, cit., 175.

<sup>29</sup> Il quale pure, in principio lo aveva introdotto come *self-regulatory rule*, salvo poi diventare principio imposto a livello legislativo a seguito della promulgazione dei Securities Exchange Acts del 1933 e del 1934.

Svezia, sono state espressamente proibite le azioni a voto multiplo<sup>30</sup>, ma persistono tuttora i limiti al diritto di voto nelle società quotate e i limiti di emissione di azioni del tutto sprovviste del diritto di voto.

#### 4. *Segue*. Efficienza.

Come rilevato <sup>31</sup>, “proportionality between ultimate economic risk and control means that share capital which has an unlimited rights to participate in the profits of the company or in the residue on liquidation, and only such share capital, should normally carry control rights, in proportion to the risk carried”<sup>32</sup>.

Le ragioni che vengono correntemente addotte a favore dell’applicazione del principio in discorso sono sostanzialmente due: da un lato, si afferma che i diritti di controllo dovrebbero spettare agli *shareholders* in quanto *residual claimants*. Si tratta di soggetti che hanno assunto il rischio di investimento e ai quali spetta ciò che residua a seguito del soddisfacimento degli altri soggetti portatori di interessi nei confronti dell’impresa, cioè di

---

<sup>30</sup> Tale limite espresso è rimasto in Italia anche dopo la riforma del 2003 ed il principio che ne è alla base, quello cioè di favorire la contendibilità del controllo, sembra precludere altresì la creazione di azioni speciali con potere di veto sulle deliberazioni assembleari.

<sup>31</sup> Rapporto Winter, Gruppo di esperti di diritto societario *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, Bruxelles*, 10 gennaio 2010.

<sup>32</sup> ‘la proporzione fra il rischio economico e il controllo richiede che le azioni che hanno diritti illimitati di partecipare agli utili o a quanto rimane dopo la liquidazione, e solo queste azioni, possono portare diritti di controllo, in proporzione al rischio sopportato’.

soggetti che nutrono il maggior interesse alla massimizzazione del valore stesso della società<sup>33</sup>. Dall'altro lato, è stato sostenuto<sup>34</sup> che la modalità di attribuzione dei diritti di voto dovrebbe essere finalizzata ad incentivare gli investimenti: sarebbe questa la buona ragione per la quale il peso dell'opinione espressa dal singolo azionista deve essere proporzionale al capitale che egli ha investito nella società.

Come accennato, sembra prevalere nella dottrina d'oltreoceano<sup>35</sup> e in quella italiana<sup>36</sup> la convinzione che, a determinate condizioni, la regola in discorso debba considerarsi ottimale.

---

<sup>33</sup> F.H. EASTERBROOK – D.R. FISCHER, *Voting in corporate law*, in *Journal of Law and Economics*, 1983, 395-428 osservano infatti che “*as the residual claimants, the shareholders are the group with the appropriate incentives (collective choice problems to one side) to make discretionary decisions*”.

<sup>34</sup> Cfr. M. BURKART – S. LEE, *One Share – One Vote: the Theory*, in *Review of Finance*, 2008, 37, che non ha mancato di manifestare le proprie perplessità in merito al parallelismo, cui pure prima si accennava, fra il principio democratico e la regola “one vote – one share”, ponendo l'accento sul fatto che, mentre in virtù di tale principio il singolo azionista dispone di un numero di voti proporzionale al numero di azioni dallo stesso possedute, ogni cittadino, può, viceversa esprimere solamente un voto per esempio nelle elezioni politiche, non avendo diritto ad un numero di voti proporzionale, ad esempio, all'importo versato nelle casse dell'Erario a titolo di imposte.

<sup>35</sup> Cfr., *ex multis*, B. JOHNSON – R. MAGEE – N. NAGARAJAN – N. NEWMAN, *An analysis of the stock price reaction to sudden executive deaths*, in *Journal of Accounting and Economics*, 1985, 167; L. BEBCHUK – R. KRAAKMAN – G. TRIANTIS, *Stock pyramids, cross-ownerships, and the dualclass equity: The creation and agency costs of separating control from cash flow rights*, in R. K. MORCK (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, NBER Conference Report Series, Chiacago and London, 2000, 287; D. YERMACK, *Flights of fancy: Corporate jets, CEO perquisites, and inferior shareholder returns*, in *Journal of Financial Economics*, 2006, 219. Secondo altri autori l'affermazione andrebbe mitigate nel senso che un'azione-un voto sarebbe la struttura azionaria ottimale solo in determinate circostanze. In questo senso v. S. GROSSMAN – O. HART, *One Share – One Vote and the Market for Corporate Control*, cit., 175.

Dal canto loro, autorevoli economisti<sup>37</sup> sono del parere che, ricorrendo determinate circostanze, la struttura azionaria migliore è quella che prevede una sola classe di azioni<sup>38</sup>. L'argomento decisivo su cui si fa leva è che, proprio nella prospettiva di una possibile riallocazione del controllo di una società, se solo una delle due "squadre" contendenti ha un apprezzabile beneficio privato, la regola *one vote-one share* debba ritenersi ottimale. Nell'ipotesi contraria, quella cioè per vero meno ricorrente in cui entrambe le squadre avessero un significativo beneficio privato, il valore della società potrebbe essere massimizzato da qualsivoglia deviazione dal detto principio.

Dalle superiori considerazioni discende che, alle condizioni di cui si è detto, è da ritenersi preferibile la struttura societaria che preveda l'attribuzione del diritto di voto alle azioni emesse secondo il principio in discorso.

Non di meno, laddove i benefici privati siano rilevanti, anche in ragione della debole protezione dell'investitore, le deroghe al detto principio saranno certamente più fondate e dunque più frequenti.

---

<sup>36</sup> G. FERRARINI, <Un'azione-un voto>: un principio europeo?, cit., 30, con riguardo particolare alla dovizia di riferimenti bibliografici dall'A. richiamati in nt. 30.

<sup>37</sup> Il riferimento è qui al più volte citato S. GROSSMAN – O. HART, *One Share – One Vote and the Market for Corporate Control*, cit., 175. Ma v. anche M. HARRIS – A. RAVIV, *Corporate governance: Voting rights and majority rules*, in *Journal of Financial Economics* 20, 1988, 211.

<sup>38</sup> L'esempio pratico analizzato nel lavoro richiamato di Grossman e Hart è riportato in G. FERRARINI, <Un'azione-un voto>: un principio europeo?, loc. ult. cit.

## 5. Le deviazioni del principio.

Le deviazioni dalla regola *one share-one vote* hanno assunto nel tempo, e a seconda dell'ordinamento in cui esse venivano elaborate, forme estremamente differenziate.

Per vero risalenti meccanismi, per dir così, di *disproportional ownership* erano stati già elaborati dal diritto romano<sup>39</sup> ed ancora dal diritto medioevale<sup>40</sup>. In tali ordinamenti i detti meccanismi erano stati costruiti al fine di proteggere talora i soci medio-piccoli e di favorire talaltra il controllo da parte dei grandi azionisti.

Più di recente, negli Stati Uniti, come accennato, se all'inizio del XX secolo era possibile che le imprese si orientassero nel senso della concentrazione del potere nelle mani di pochi, con l'attribuzione ai soci di minoranza di azioni sprovviste dei diritti di voto, nel 1926 è stata vietata<sup>41</sup> la quotazione sui mercati regolamentati a tutte quelle società che emettevano *non-voting stocks*.

---

<sup>39</sup> I *publicani*, invero, concepivano meccanismi che attribuivano diritti differenziati a favore degli appartenenti ai ceti più ricchi **VEDERE DIGESTO**.

<sup>40</sup> VEDERE FONTI.

<sup>41</sup> Per vero dal 1926, anno in cui il NYSE per la prima volta si rifiutò di approvare l'emissione di azioni ordinarie sprovviste del diritto di voto, ebbe solo inizio la detta strategia che voleva portare ad un'espulsione dal mercato di tali tipi di azioni, la quale venne successivamente rafforzata.

Si potrebbe, allora, ritenere che da tale periodo comincia ad imporsi, sia negli Usa<sup>42</sup> che in Europa, il parziale<sup>43</sup> divieto di emettere azioni con diritti di voto limitati ovvero del tutto sprovviste di tali diritti. Almeno fino alla seconda metà del secolo scorso quando sono ritornati in auge i meccanismi di dissociazione fra il diritto di voto e i diritti di controllo, quale reazione al fenomeno dell'aumento delle offerte pubbliche d'acquisto. Così, nel 1986, il NYSE ha modificato la propria disciplina regolamentare, (de)qualificando il rispetto del principio *one vote-one share* da parte delle società non più come requisito necessario per la quotazione e adeguandosi in questo modo alle disposizioni dell'Amex e del Nasdaq, che ammettevano già da tempo la quotazione di società con differenti categorie di azioni.

Nello stesso periodo, anche alcuni Stati membri della Comunità europea hanno provveduto, seppur con meccanismi differenti fra loro, a modificare le proprie norme di diritto societario e ad ammettere e a favorire deviazioni dalla regola *one vote-one share*.

---

<sup>42</sup> Si deve pur tuttavia dare atto che durante quegli anni la detta strategia non venne seguita dagli altri due importanti mercati statunitensi quali il Nasdaq e Amex.

<sup>43</sup> Invero negli USA si è assistito al fenomeno per cui nel 1926 la regola *one share-one vote* è stata introdotta dal New York Stock Exchange come *self-regulatory rule*, salvo poi diventare principio imposto a livello legislativo a seguito della promulgazione dei Security Exchange Acts del 1933 e del 1934. L'American Stock Exchange e il Nasdaq hanno, invece, sempre ammesso alla quotazione le società che avessero emesso categorie di azioni differenziate.



Da rilevare, tuttavia, che l'indirizzo derogatorio è stato recentemente accantonato, per dar luogo ad una regolamentazione via via più rigida e ad una diminuzione delle ipotesi di *disproportional ownership*.

#### 6. *Segue*. Criteri diversi di attribuzione.

Le deviazioni dal principio *one vote-one share* possono informarsi a criteri diversi ed essere attuate attraverso meccanismi più o meno espliciti.

Innanzitutto, è possibile, nella pratica, che lo statuto della società, seppure le azioni abbiano gli stessi diritti di voto, contenga disposizioni idonee a minare la regola *un'azione-un voto*, che prevedano, cioè, limiti al numero di azioni di cui può essere titolare un singolo soggetto, ovvero limiti al numero di voti che un singolo socio, seppure possessore di più titoli azionari, può in concreto esprimere.

Le società, inoltre, possono ricorrere all'emissione di categorie di azioni privilegiate che attribuiscono ai possessori diritti particolari riguardo a determinate decisioni attinenti alla vita ovvero alla gestione della società. Esse, a titolo esemplificativo e certamente non esaustivo, potrebbero attribuire ai possessori di dette categorie di azioni il diritto alla nomina di uno o più membri del consiglio di amministrazione della stessa società ovvero il diritto di porre il veto per una eventuale operazione di fusione societaria.

Le società potrebbero, inoltre, ricorrere alle cc. dd. piramidi societarie, cioè allo strumento mediante il quale l'azionista di comando di una società accresce il proprio potere, a parità di mezzi investiti<sup>44</sup>.

Ancora. Le società potrebbero ricorrere all'espedito, assai impiegato nella pratica, dei patti parasociali<sup>45</sup> ovvero ricorrere a sistemi di proprietà azionaria cd. incrociata. Tale ultimo sistema, come noto, si realizza qualora un gruppo di società facente capo ad un unico soggetto controllante, mantiene dei legami azionari reciproci<sup>46</sup>.

Anche recenti indagini<sup>47</sup>, condotte in diversi paesi della Comunità europea e altrove, hanno da ultimo posto in evidenza che i meccanismi utilizzati per

---

<sup>44</sup> Nella pratica il gruppo piramidale è composto da una serie di imprese, siano esse quotate o non, disposte a cascata, sulla base di un meccanismo in virtù del quale il socio di maggioranza di una società A, che a sua volta possiede una quota maggioritaria della società B, che a sua volta possiede anch'essa una quota di maggioranza della società C (e così via, a cascata per l'appunto). All'evidenza il socio al vertice della società A detiene la maggioranza assoluta dei diritti di voto in tutte le società che si collocano lungo la catena di controllo.

<sup>45</sup> Cfr., sul punto, R. COSTI, *I patti parasociali*, in *La riforma delle società quotate*, Atti del convegno di studio a Santa Margherita Ligure, Milano, 1998, 113; M. PINNARO', *I patti parasociali*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Patroni Griffi-Sandulli-Santoro (a cura di), Torino, 1999, 833; A. TUCCI, *Patti parasociali e governance nel mercato finanziario*, Bari, 2005, 202; A. PICCIAU, *Sub art. 123*, in AA.VV., *La disciplina delle società quotate nel T.U.F.*, Marchetti-Bianchi (diretto da), Milano, 1999, 925.

<sup>46</sup> L'esempio di partecipazione incrociata che si può portare è il caso in cui l'azionista che controlla la società A, che a sua volta controlla il 10% della società B ed il 100% della società C, la quale ultima a sua volta controlla il 15% di B. Sta di fatto, quindi, che A possiede il 25% dei voti della società B, in parte direttamente, in parte attraverso la società C.

<sup>47</sup> Ci si vuol riferire, in particolare, allo studio commissionato dalla Commissione Europea all'*Institutional Investor Services (ISS)*, che contiene, fra l'altro, l'analisi delle diverse

tenere separata la proprietà azionaria dal controllo, i cc. dd. *CEMs (Control-Enhancing Mechanisms)*, sono estremamente variegati e possono assumere le forme più varie<sup>48</sup>.

Nel nostro ordinamento diversi sono i tipi di deviazione dal principio *un'azione-un voto*.

Per cominciare, sono ritenute legittime le strutture di gruppo<sup>49</sup>, i patti parasociali<sup>50</sup> e le partecipazioni incrociate<sup>51</sup>. Ed è praticata, altresì, la imposizione di tetti all'esercizio del diritto di voto<sup>52</sup>.

---

regole che disciplinano i *CEMs* nella giurisdizione di ogni singolo Stato considerato ed anche le modalità con cui i detti meccanismi vengono percepiti dagli investitori istituzionali. Con particolare riguardo all'esperienza dei Paesi dell'Europa Occidentale v. anche M. BENNEDSEN – K. NIELSEN, *The principle of proportional ownership, investor protection and firm value in Western Europe*, in *ECGI Finance Working Paper No. 134/2006*.

<sup>48</sup> Sul punto si rinvia all'approfondita analisi di M. L. VITALI, *Le deviazioni dal principio di proporzionalità nell'esercizio del diritto di voto: un recente studio della Commissione europea*, in *Riv. soc.*, 2007, 904 ss. e soprattutto 905.

<sup>49</sup> V. in argomento M. BIANCHI – M. BIANCO – L. ENRIQUES, *Pyramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy*, in F. BARCA and M. BECHT (a cura di), *The control of Corporate Europe*, Oxford, 2001, passim.

<sup>50</sup> Così, fra i tanti, R. D'AMBROSIO, *Sub art. 102-112*, in AA.VV., *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Rabitti Bedogni (a cura di), Milano, 1998, 599 ss., in part. 601.

<sup>51</sup> V. ancora M. BIANCHI – M. BIANCO – L. ENRIQUES, *Pyramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy*, cit.

Che il ricorso alle partecipazioni incrociate sia lo strumento usato diffusamente al fine di separare la proprietà dal controllo è confermato anche da S. CLAESSENS – S. DJANKOV – L. LANG, *The separation of ownership and control in East Asian corporations*, in *Journal of Financial Economics* 58, 2000, 81-112, dall'analisi dei quali è emerso che nei Paesi dell'Estremo Oriente il fenomeno delle classi di azioni aventi contenuto differenziato è quasi del tutto assente, facendosi ricorso appunto alle partecipazioni azionarie incrociate e ai gruppi piramidali, strumenti, questi ultimi, ampiamente utilizzati anche nell'ambito delle economie emergenti.

<sup>52</sup> La facoltà di prevedere nello statuto che, in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto possa essere limitato in una misura massima o, con

Da precisare, però, che è ‘virtualmente’ assente la pratica di emettere azioni con diritto di voto differenziati<sup>53</sup>.

## 7. Spunti critici.

In definitiva, il comune denominatore dei richiamati istituti, predisposti dall’ordinamento positivo ovvero impiegati nella prassi e dall’ordinamento tollerati, è costituito dall’effetto che essi producono: essi comportano tutti, seppure sotto diversi aspetti, una deroga al principio di proporzionalità. Insomma, consentono all’azionista di maggioranza di limitare il proprio investimento nell’*equity* della società, di mantenerne il controllo e di fruire per intero dei benefici del controllo. Benefici, questi ultimi, di carattere non esclusivamente e non necessariamente economico, definiti privati perché non sono condivisi fra tutti gli azionisti.

Detti benefici consistono, per un verso, nella possibilità che l’azionista di maggioranza ponga in essere forme di arricchimento speculativo, quando non di vera e propria ‘espropriazione’ delle risorse della società, in

---

riferimento allo stesso diritto, possano invece disporsi scaglionamenti, è riservata dall’art. 2351 alle sole società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

<sup>53</sup> Non possono trascurarsi, invero, le divergenze riscontrabili nei vari Stati membri in relazione ai regimi diversificati in materia di azioni a voto multiplo. Numerosi ordinamenti europei ammettono la presenza di tali azioni, quali, ad. Esempio, la Svezia, la Danimarca, l’Olanda, l’Irlanda, l’Inghilterra, la Finlandia e l’Ungheria. In Francia è prevista l’emissione delle cc.dd. azioni a *vote double*.

pregiudizio degli interessi della minoranza<sup>54</sup> e degli altri soggetti coinvolti dalle vicende della società, quali sono, fra tutti, i creditori e, nel caso di società quotate, l'intero mercato. Per altro verso, possono essere costituiti da determinate ricadute, non sempre e non necessariamente di natura patrimoniale, sul piano della politica o del potere, e comunque strettamente legate al controllo della società.

E' del tutto evidente, dunque, che tutti i meccanismi che recano deviazione dal criterio di attribuzione del diritto di voto alle azioni secondo il principio *un'azione-un voto*, e che integrano ed operano una separazione fra la proprietà ed il controllo, sono per dir così geneticamente destinati ad incidere sugli interessi di molteplici soggetti, coinvolti o toccati a vario titolo dalla gestione della società.

Il rapporto corrente fra proprietà e controllo all'interno di una determinata società, soprattutto se quotata nei mercati regolamentati, rileva, in primo luogo, in ordine alle determinazioni di una società, e quindi al funzionamento di questa. I diversi criteri, secondo i quali possono essere 'attribuiti' proprietà e controllo, sono indice della misura in cui gli azionisti

---

<sup>54</sup> Argomento, questo della tutela della minoranza, sul quale si tornerà nel capitolo successivo. E' qui sufficiente aggiungere che, come è stato pure affermato in dottrina (v. O. HART, *Firms, Contracts and Financial Structure Oxford*, 1995, 201; G. FERRARINI, <*Un'azione-un voto*>: *un principio europeo?*, cit., 32), il livello di protezione delle minoranze, che è ovviamente diverso da Paese a Paese, è un valore idoneo ad incidere sulla misura e la distribuzione dei detti benefici privati del controllo. Alla luce delle precedenti considerazioni, si potrebbe concludere che negli ordinamenti nei quali i benefici in discorso sono rilevanti per la debole protezione che viene apprestata alle minoranze e all'investitore, in genere, le deviazioni dalla struttura *un'azione-un voto* sono sicuramente più frequenti.

possono partecipare attivamente alla adozione delle decisioni relative alla gestione della società nonché del potere di contestazione (ad es. sull'operato dei *managers*, che i detti azionisti effettivamente hanno<sup>55</sup>). In altre parole, la struttura azionaria, lungi dal rappresentare un problema meramente teorico<sup>56</sup>, ha pregnanti risvolti sul piano schiettamente pratico, poiché essa ha, o può avere, un rilevante impatto sul funzionamento della società, sulla creazione di valore e sul comportamento degli investitori. Ed invero, nelle strategie di acquisizione riveste particolare importanza la conoscenza dei criteri di adozione dei meccanismi in grado di alterare il rapporto di proporzionalità fra proprietà e controllo, data l'evidente ricaduta sulla decisione di acquistare o meno le azioni della società.

In secondo luogo, il detto rapporto fra proprietà e controllo rileva anche sotto il diverso profilo della tutela degli investitori e della opportuna trasparenza e correttezza dei mercati regolamentati<sup>57</sup>.

---

<sup>55</sup> Così anche A. RICCARDI, *Il principio one share–one vote*, Atti del convegno del seminario interdisciplinare su etica, economia, diritto, Genova, 9 gennaio 2009, 11.

<sup>56</sup> Ancora, per tutti, G. FERRARINI, <Un'azione-un voto>: un principio europeo?, cit., *passim*; ma v. anche R. MAGLIANO, *La regola di neutralizzazione e le deviazioni dal principio di proporzionalità tra rischio e potere: ancora dubbi sulla compatibilità comunitaria della legislazione italiana sui poteri speciali*, in *Dir. comm. internaz.*, 2010, 1, 61 ss.; A. RICCARDI, *Il principio one share–one vote*, cit.

<sup>57</sup> Cfr. U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in Quaderni Cesifin, *La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio*, Tombari (a cura di), Torino, 2008, 77, il quale sottolinea, peraltro, che la direttiva OPA non imporrebbe affatto il principio *un'azione–un voto*, principio che se affermato implicherebbe una serie di rilevanti limiti all'emissione di azioni speciali nelle società quotate.

Ad avviso di altri<sup>58</sup>, invece, le strutture azionarie dualistiche – quelle cioè che prevedono la presenza obbligatoria nella partecipazioni azionarie della categoria delle azioni senza voto ovvero della categoria delle azioni con voto plurimo – e altri simili meccanismi di deviazione dal principio *un'azione-un voto*, quali sono le piramidi societarie<sup>59</sup> e le partecipazioni incrociate, comportano tutti l'assenza di strumenti idonei a limitare i cc. dd. *agency costs*<sup>60</sup>, soprattutto con riferimento alle società che non hanno una minoranza di controllo. Invero, è stato osservato<sup>61</sup> che, in presenza di una minoranza di controllo, emergono due fattori, vale a dire la reputazione degli azionisti di maggioranza che volessero tornare sul mercato azionario e la tutela giuridica degli altri azionisti, idonei a limitare i richiamati costi d'agenzia. E' questa, certamente, un'altra e diversa ragione per cui le

---

<sup>58</sup> Il riferimento è qui a L. BEBCHUK – R. KRAAKMAN – G. TRIANTIS, *Stock Pyramids, Cross-Ownership and dual Class Equity: The Mechanism and Agency Cost of Separating Control From Cash-Flow Rights*, cit., 445.

<sup>59</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *I gruppi piramidali tra libertà d'iniziativa economica e asimmetria del mercato*, in *Riv. soc.*, 2008, 326.

<sup>60</sup> Per un'analisi più generale di quelli che la moderna microeconomia definisce gli "*agency problems*", v. H. HANSMANN – R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, in AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford – New York, 2004, 21 ss.; F. H. EASTERBROOK – D. R. FISCHER, *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, 1991,.

<sup>61</sup> Cfr. ancora L. BEBCHUK – R. KRAAKMAN – G. TRIANTIS, *Stock Pyramids, Cross-Ownership and dual Class Equity: The Mechanism and Agency Cost of Separating Control From Cash-Flow Rights*, cit. 452; ripreso anche in G. FERRARINI, *<Un'azione-un voto>: un principio europeo?*, cit., 37, i quali ritengono che i costi di agenzia mostrano la tendenza ad essere più elevate nei Paesi in cui le leggi sono meno severe e sono pertanto più elevati i benefici privati.

deviazioni dal principio *un'azione-un voto* dovrebbero potere operare con assoluta parsimonia.

E' dunque opportuno valutare e ponderare quali siano le conseguenze, in capo ai diversi soggetti coinvolti dalle vicende della società, che derivino dall'utilizzo dei diversi meccanismi di *disproportional ownership*. Ciò anche allo scopo di valutare se l'applicazione rigida della regola *un'azione-un voto* possa ancora essere considerata ottimale, e per questo opportuna, o possa essere ritenuta, più correttamente -almeno in determinate circostanze e a determinate condizioni, da scrutinare quanto al nostro ordinamento in prosieguo- addirittura preferibile rispetto a taluni meccanismi di *disproportional ownership*. In tale ultima ipotesi sarà allora necessario individuare i meccanismi che potrebbero essere a ciò predisposti.

Con l'avvertenza che l'individuazione va fatta in stretto riferimento al contesto giuridico in cui essi sono chiamati ad operare, si vuol dire che è necessario porre in correlazione la individuazione di detti meccanismi con le altre regole del diritto societario, quali, fra tutte, quelle relative alla modalità di nomina e di revoca degli amministratori e quelle che disciplinano le riunioni assembleari e che individuano le decisioni per le quali sono richiesti *quorum* qualificati. Infatti, il grado e l'intensità degli effetti della adozione dei meccanismi che deviano dal principio in discorso variano a seconda della articolazione della disciplina delle fattispecie.



8. L'esperienza statunitense.

9. Verso un diritto comune europeo.

Al fondo, l'applicazione della regola *one vote-one share*, idonea seppure in talune circostanze ad assicurare risultati di gran lunga più soddisfacenti rispetto a quelli derivanti dalla adozione dei *CEMs*, non può essere considerata sempre e comunque fondatamente ottimale.

E' dato constatare, infatti, l'esistenza di una molteplicità di strutture azionarie che rappresentano, ciascuna in proporzione diversa, la proprietà e il controllo. In ognuna di queste deve preferirsi di volta in volta il meccanismo da applicare, a seconda delle caratteristiche della società e del contesto normativo in cui la società si colloca ed opera.

La ritenuta impossibilità di rinvenire un modello di attribuzione e/o distribuzione della proprietà e del controllo in assoluto valido ed ottimale induce la opportunità di individuare per la società una struttura specifica e

peculiare<sup>62</sup>, a seconda dell'ordinamento giuridico in cui essa sia chiamata ad operare.

Del resto, a quel che è dato intendere, sembra essere questa la linea seguita dalla direttiva OPA 2004/25/CE, che non contiene un orientamento chiaro ed univoco a sostegno del principio *un'azione–un voto*. La direttiva, al contrario, pare autorizzare l'utilizzo di meccanismi derogatori rispetto alla richiamata regola, anche se impone alle società quotate l'obbligo di rendere pubbliche le eventuali deviazioni, prescrivendo loro di offrire dettagliate informazioni quanto “*alla struttura del capitale... con l'indicazione delle varie categorie di azioni e, per ogni categoria di azioni, dei diritti e degli obblighi connessi e la percentuale del capitale sociale che essa rappresenta*”<sup>63</sup>. La richiamata direttiva prescrive, inoltre, che devono essere pubblicate informazioni riguardo ai possessori di titoli che conferiscano diritti speciali di controllo (cd. *golden shares*) e impongano qualsiasi restrizione al diritto di voto. Essa richiede, altresì, che siano indicate esplicitamente le limitazioni dei diritti di voto ad una determinata percentuale di azioni ovvero sia specificato il numero di voti o i termini per l'esercizio del diritto di voto.

---

<sup>62</sup> V. in questo senso anche M. BURKART – S. LEE, *One Share – One Vote: the Theory*, cit. 39.

<sup>63</sup> Art. 10, co. 1, lett. a), l.

L'esito dell'apprezzamento delle differenze correnti fra i diversi tessuti normativi europei comporta l'inapplicabilità del principio in discorso in maniera uniforme e omogenea<sup>64</sup>.

E' di conforto, ove ve ne fosse il bisogno, il Rapporto Winter<sup>65</sup>, che, pur predicando il rafforzamento del principio *un'azione-un voto*, tuttavia si guarda bene dall'imporre l'omogenea applicazione del principio di parità in ordine al rapporto fra proprietà e controllo.

La piana constatazione che da più tempo nella maggior parte degli ordinamenti non esiste una perfetta e speculare coincidenza fra proprietà e controllo e che, quindi, la dissociazione è fenomeno del tutto ricorrente, in una con la constatazione che non è possibile la ricerca di una soluzione che sia in assoluto ottimale, induce a predicare la possibilità che i vari ordinamenti della Comunità europea consentano, ciascuno per proprio conto, alle singole società di assicurare in piena (o quasi piena) autonomia e nell'ovvio rispetto delle norme di diritto societario proprie dello Stato in cui esse operano, l'attribuzione della proprietà e del controllo secondo le proprie necessità ed i propri obiettivi.

---

<sup>64</sup> In questo senso anche G. FERRARINI, <Un'azione-un voto>: *un principio europeo?*, cit., 54 s., il quale A. peraltro rileva come l'approccio europeo sia parzialmente coerente con le raccomandazioni di *policy* formulate dagli economisti e come non venga fatta "alcuna distinzione riguardo alle modalità con cui tali deviazioni hanno luogo".

<sup>65</sup> Il richiamato Rapporto del Gruppo di alto livello di esperti di diritto societario sulle questioni riguardanti le offerte pubbliche di acquisto, Bruxelles, 10 gennaio 2002.

E' dunque auspicabile che ogni singolo Stato apporti, sul piano normativo e alla luce ed in ossequio dei principi cui esso si ispira nonché delle ragioni economiche che di volta in volta ne informano nei vari periodi storici il tessuto sociale, gli opportuni assestamenti e correzioni onde prevenire il rischio di eccessi di dissociazione e di abusi di potere.

Le superiori considerazioni trovano conferma nell'art. 104, co.1-*bis*, T.U.F. come modificato dal d. lgs. n. 146/2009, per il quale, sulla scorta di quanto avveniva già negli altri Stati europei, la materia da esso disciplinata è da attribuire alla competenza degli statuti delle singole società. Con la conseguenza che non è più richiesta<sup>66</sup> l'autorizzazione assembleare per la rinascita del voto nelle azioni con diritto di voto subordinato all'effettuazione di un'offerta<sup>67</sup>.

Alla luce della vigente normativa europea, dunque, si può ora provvedere all'introduzione di regole che mirino ad aumentare la trasparenza anche contabile e la responsabilità degli amministratori e che tendano alla individuazione e al consolidamento degli strumenti più funzionali e consoni alla protezione delle minoranze.

D'altronde, come è stato pure ritenuto, neanche il ricorso alla regola del *breakthrough* può assicurare, a livello europeo, per dir così un diritto

---

<sup>66</sup> Diversamente da quanto stabiliva la pregressa legislazione speciale.

<sup>67</sup> Sul potenziale difensivo di tali azioni, sul quale peraltro si tornerà nel prosieguo della trattazione v. M. GATTI, *Le azioni con voto subordinato all'effettuazione di un'opa e <l'autorizzazione di conferma>*, in *Giur. comm.*, 2004, 511.

uniforme o comune, posto che “non è affatto chiaro che le strutture azionarie a due categorie costituiscano un sostanziale impedimento per l’integrazione economica in Europa”<sup>68</sup>.

Sarà, allora, opportuno andare alla ricerca, all’interno del nostro attuale impianto normativo e con particolare riguardo alle società quotate nei mercati regolamentati, delle legittime restrizioni e/o modulazioni del diritto di voto.

---

<sup>68</sup> Il riferimento è, ancora e per tutti, a G. FERRARINI, <Un’azione – un voto>: un principio europeo?, cit. 55.

## Capitolo secondo

### LA MODULAZIONE DEL DIRITTO DI VOTO NELLE SOCIETA' QUOTATE.

**SOMMARIO:** 1. Diritto di voto e autonomia statutaria. – 2. Considerazioni generali sulla natura e sui limiti delle modulazioni del diritto di voto. – 3. I limiti legali – 4. *segue*. La *record date*. – 5. I limiti statutari. – 6. *segue*. Le azioni di risparmio. – 7. I limiti contrattuali: in particolare i patti parasociali. – 8. *segue*. Il contratto di riporto e i contratti derivati.

#### 1. *Diritto di voto e autonomia statutaria.*

Con la nuova formulazione dell'art. 2351 cod. civ. il legislatore ha accolto le direttive della legge di delega al governo, con la quale si richiedeva un generico ampliamento dell'autonomia statutaria<sup>69</sup> in materia di organizzazione della struttura societaria delle società di capitali. La norma richiamata, comunque, non ha inteso abbandonare il principio di proporzionalità (attenuato) per cui ogni azione attribuisce il diritto di voto<sup>70</sup>.

---

<sup>69</sup> Cfr. sul punto P. FERRO-LUZZI, *La <diversa assegnazione delle azioni> (sub art. 2346, comma 4, c.c.)*, in AA.VV., *Liber amicorum Campobasso*, 2006, I, 587 s.

<sup>70</sup> Come si è cercato di evidenziare nel capitolo precedente, e come è emerso da un recente studio commissionato dalla Comunità europea (*Sherman & Sterling – Institutional*

Restano, altresì, fermi nella nuova formulazione il divieto di emissione di azioni a voto multiplo e il limite della metà del capitale sociale quale tetto quantitativo per l'emissione di azioni il cui diritto di voto non sia 'pieno'.

Ciò non di meno, non pare possa essere messa in discussione la portata innovativa del d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6. Soprattutto riguardo alla modulazione del diritto amministrativo di voto<sup>71</sup>.

In particolare, è stata irrogata la disciplina delle azioni con diritto di voto per dir così 'compresso', nel senso che le dette limitazioni sono state affrancate dalla loro necessaria compensazione con privilegi di natura patrimoniale<sup>72</sup>, contemplata dalla pregressa normativa<sup>73</sup>.

Il regime attuale è stato motivato dal legislatore, e ancor prima dalla dottrina, sull'assunto che per questa via le società avrebbero potuto soddisfare meglio le esigenze di attingere a nuova finanza senza diluire la

---

*Shareholder Services – European Corporate Governace Institute, Proportionality between Ownership and Control in Eu Listed Companies: External Study Commissioned by the European Commission, May 2007*), in nessuno degli ordinamenti presi in esame è emerso che si adottasse il principio di proporzionalità per dir così 'puro', emergendo, anzi, che l'ordinamento di ogni Paese registrava deviazioni più o meno evidenti dal detto principio.

<sup>71</sup> Secondo M. L. VITALI, *Sub art. 2351*, in AA.VV., *Commentario alla riforma delle società*, Marchetti-Bianchi (a cura di), Milano, 2008, 373, l'art. richiamato nel testo rappresenta "una delle norme di nuova introduzione in cui è più intenso il potenziamento dell'autonomia statutaria".

<sup>72</sup> E' dunque scomparsa la nozione di privilegio, rimanendo superata l'originaria prospettiva del rapporto fra azione-partecipazione e privilegio, appunto.

<sup>73</sup> Nella Relazione al codice civile ci si riferisce ai possessori di queste categoria di azioni come ad "azionisti con l'animo degli obbligazionisti". Cfr. sul punto anche A. PADOA SCHIOPPA, *Saggi di storia del diritto commerciale*, Milano, 1992, 221 e 242.

conformazione del controllo e, ancora, rispondere in maniera più soddisfacente alla richiesta di maggiore libertà degli operatori e del mercato, concedendo spazio alla loro creatività. In questo modo è stato riconosciuto il potere, allo statuto, e dunque alla società, di graduare il rischio dell'investimento da parte dei soci. All'evidenza, le azioni speciali che vedono a vario titolo limitato o soppresso, anche se successivamente alla loro emissione, il diritto di voto costituiscono, unitamente agli altri strumenti finanziari, una valida alternativa per le società al ricorso al credito<sup>74</sup>. Addirittura, la possibilità dell'autonomia privata di plasmare ulteriormente le azioni costituisce uno degli 'strumenti', ora non più ad appannaggio esclusivo delle *public utilities* o delle grandi imprese industriali, particolarmente efficace di finanziamento delle società ad alto tasso tecnologico con elevate aspettative di crescita.

---

<sup>74</sup> In senso critico si v. M. DE ACUTIS, *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli <altri strumenti finanziari partecipativi>*, in AA.VV., *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Cian (a cura di), Padova, 2004, 260. Secondo C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., 56 s., al fondo si è posto il problema che operazioni di finanziamento a favore della società possono trovare la loro giustificazione nella posizione stessa del socio ed essere finalizzate alla realizzazione di interessi diversi da quelli tipicamente presenti in operazioni finanziarie con terzi: possono evidenziare spesso una *causa societatis*. L'A. ha altresì posto in evidenza che, da un punto di vista di politica legislativa, si è cercato in questo contesto di evitare che con tali 'mezzi di finanziamento', per dir così esterni, il socio potesse utilmente sottrarsi alla propria responsabilità e al 'proprio tipico rischio', ponendosi così su un piano di parità con i creditori (da qui il problema anche noto con il nome di sottocapitalizzazione nominale della società), giungendo, in conclusione, a ritenere che queste operazioni, quando effettuate da chi già riveste la posizione di *residual claimant*, possono in termini economici ragionevolmente essere intese come apporto di capitale di rischio.



L'attribuzione del legislatore di maggiore autonomia<sup>75</sup> allo statuto è fatta palese anche dalla possibilità, ora confermata dal disposto dell'art. 2346, co. 4, cod. civ., che sia attribuito un numero di azioni non proporzionale rispetto ai conferimenti effettuati. E, ancora, dalla possibilità che sia reperita nuova finanza mediante il ricorso agli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, co. 6, cod. civ., ai quali può essere pure riconosciuto il diritto di voto<sup>76</sup>.

Appare, dunque, incontrovertibile l'intento del legislatore di riconoscere un sempre maggiore grado di autonomia privata, al punto che vi è chi<sup>77</sup> ha descritto l'attività legislativa come un "percorso tracciato". In effetti la precedente formulazione dell'art. 2351, co. 2, imponeva una stretta correlazione fra la compressione del diritto di voto e il riconoscimento di un privilegio patrimoniale<sup>78</sup>. Il più recente art. 145 T.U.F. ha operato

---

<sup>75</sup> Autonomia che secondo taluni Autori avrebbe dovuto essere maggiore, proprio alla luce della filosofia contrattualistica che avrebbe dovuto animare la riforma. V. in questo senso C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., 2 ss.; C. MARCHETTI, *La <nexus of contracts theory>: teorie e visioni del diritto societario*, Milano, 2000, *passim*.

<sup>76</sup> Discussa è la questione se detti strumenti possano esercitare il diritto di voto loro eventualmente attribuito nell'assemblea dei titolari di strumenti ovvero anche in quella generale. Nel primo senso v., fra gli altri, C. F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, cit., 7; V. SANTORO, *Sub art. 2351*, in AA. VV., *La riforma delle società*, Sandulli-Santoro (a cura di), Torino, 2003, 152; *contra*, però, nel senso che gli strumenti finanziari sarebbero dotati di voto anche nell'assemblea generale degli azionisti, v. A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1268.

<sup>77</sup> Il riferimento è ancora a C. F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, cit., dal quale si è mutuata l'espressione.

<sup>78</sup> Che poteva cogliersi, alternativamente, nella distribuzione degli utili o nel rimborso del capitale.

l'estensione normativa della categoria di azioni senza voto alle società quotate, introducendo, come noto, la categoria delle azioni di risparmio, alle quali è analogamente riconosciuto il diritto a particolari privilegi di natura patrimoniale. La riforma del disposto dell'art. 2351, co. 2, ha poi inciso sulla citata correlazione fra compressione del voto e riconoscimento di un privilegio di natura patrimoniale. Essa ha contemplato, infatti, la categoria di azioni prive del diritto di voto, quella delle azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti e l'altra delle azioni con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Ha comunque lasciato in vita il limite per cui il valore di tali azioni, nel complesso, non può superare la metà del capitale sociale.

La sostituzione del referente normativo del privilegio con quello del diritto patrimoniale speciale e la contemplazione della categoria di azioni prive di diritto di voto, che possono non avere alcun riconoscimento patrimoniale speciale, hanno inevitabilmente comportato che, onde valutare l'emissione azionaria si debba avere riguardo al suo concreto contenuto, potenzialmente variabile, e, soprattutto, alla causa del negozio.

In definitiva, anche il nostro ordinamento<sup>79</sup> ha finito per riconoscere e promuovere la emissione di strumenti azionari per dir così ibridi, conformati

---

<sup>79</sup> Negli Usa, ad esempio, è nota l'esperienza dell'emissione di azioni privilegiate, ovvero di *senior Securities*, come *bonds* o *preferred shares*. Per un'analisi comparativa dei problemi posti all'attenzione degli interpreti dalla scomposizione della partecipazione azionaria, v. per tutti, V. BRUDNEY- W. L. BRATTON, *Brudney and Chirelstein's Cases and Material on Corporate Finance*, Westbury (N.Y.), 1993, 336 ss.

con dividendi, perdite e voto come variabili<sup>80</sup>, e per questo riconducibili alle categorie conosciute di partecipazione azionaria e della qualità di socio con adattamenti a vario titolo.

D'altra parte non può essere sottaciuto il rilevante impatto del potere di modulazione ora riconosciuto alla autonomia privata sulla struttura e sull'organizzazione societaria pregresse. Invero, in precedenza, emergevano un'unica relazione fiduciaria ed un unico vincolo associativo determinato dall'interesse comune. In seguito alla riforma, per contro, a seguito ed in ragione delle distinte e diverse modulazioni del diritto di voto – che a vario titolo possono caratterizzare l'emissione di diversi titoli azionari – si assiste inevitabilmente ad una intensificazione dei conflitti di interessi, dati, per l'appunto, dalla diversa posizione giuridica che i soci, a seconda della conformazione delle azioni di cui sono titolari, vengono ad assumere in seno alla organizzazione societaria<sup>81</sup>.

Le sopra rilevate modulazioni potrebbero, dunque, avere due importanti conseguenze: da un lato, la intensificazione di conflitti di interessi; dall'altro, l'insufficienza e la inidoneità dei meccanismi predisposti per la

---

<sup>80</sup> Per un'illustrazione sulle diverse emissioni nel nostro ordinamento v. M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001, 63 ss.; U. TOMBARI, *Azioni di risparmio e strumenti "ibridi" partecipativi*, Torino, 2000, *passim*; Id., *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. soc.*, 2002, 1062, ove ulteriori richiami.

<sup>81</sup> V. in argomento A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, cit., 222; C. F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, cit. 124 ss.; da ultimo anche L. ENRIQUES, *Il conflitto d'interessi degli amministratori di società per azioni*, Torino, 2000, 160.

composizione dei richiamati conflitti<sup>82</sup>. Salvo valutare poi<sup>83</sup> se i detti meccanismi di composizione siano diversamente efficaci a seconda della fonte, legislativa o privata, della detta modulazione del diritto di voto.

## *2. Considerazioni generali sulla natura e sui limiti delle modulazioni del diritto di voto.*

Nonostante la rilevante portata innovativa, in tema appunto di autonomia privata<sup>84</sup>, il legislatore ha comunque ritenuto prevalente il principio, consacrato e conservato nel I comma dell'art. 2351, della proporzionalità del diritto di voto alla partecipazione azionaria, rappresentata dallo slogan un'azione-un voto<sup>85</sup>. La scelta del legislatore ha destato diverse perplessità, anche in dottrina.

---

<sup>82</sup> Così i doveri fiduciari da parte degli amministratori e il meccanismo della soggezione del singolo alla assemblea fondato sull'interesse comune. Cfr. sul punto anche P. M. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, 2000, 102 s.

<sup>83</sup> *Infra*, nei successivi paragrafi.

<sup>84</sup> Seppure essa non potrà mai spingersi fino al punto di negare in assoluto la partecipazione del socio al capitale sociale mediante il conferimento, come pure è stato ritenuto.

<sup>85</sup> La cui portata, anche a livello comunitario e internazionale, è stata affrontata nel cap. I, al quale si rimanda.

Da un lato, vi è chi<sup>86</sup> ha messo in luce l'anacronismo dell'imperatività della regola un'azione-un voto, in considerazione sia della filosofia contrattualistica che avrebbe dovuto animare la riforma, sia della introduzione delle disposizioni in aperto contrasto con essa<sup>87</sup>. Dall'altro lato, vi è chi<sup>88</sup> ha manifestato, invece, perplessità sulla possibilità che la autonomia privata moduli e comprima il diritto di voto in diversa misura e secondo le più varie esigenze.

Le dette perplessità sono state manifestate con maggiore preoccupazione con riguardo alle società quotate, per le quali la deroga per dir così generalizzata al principio della proporzionalità avrebbe significato con molta probabilità lo scollamento nel rapporto fra proprietà e controllo, così da inficiare un corretto funzionamento del sistema di formazione dei prezzi delle azioni.

---

<sup>86</sup> Sul punto ancora M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, cit., 109-116.

<sup>87</sup> Tanto che si è andata pure predicando una modifica al comma in discorso che prevedesse al suo incipit l'introduzione della clausola, conosciuta alla tecnica legislativa, che prevedesse "salvo diversa disposizione dello statuto". Nel senso di un ampliamento delle limitazioni e quindi delle ipotesi di deviazione dal principio di proporzionalità v. anche A. STAGNO D'ALCONTRES, *Sub art. 2351*, in AA. VV., *Società di capitali. Commentario*, Niccolini-Stagno d'Alcontres (a cura di), Napoli, 2004, 303.

<sup>88</sup> N. ABRIANI, *La struttura finanziaria delle società di capitali nel progetto Mirone e nella legge delega per la riforma del diritto societario: un primo confronto*, in Associazione Disiano Preite, *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, 277, in partic. 296; e dopo la riforma v. Id., *Sub art. 2351*, in AA. VV., *Il nuovo diritto societario*, Cottino-Bonfante (diretto da), Bologna, 2004, 324, per il quale "non pare azzardato paventare il rischio che l'ampia variabilità del diritto di voto introdotta, pur con i limiti ora richiamati, dalla riforma possa condurre a effetti controproducenti rispetto alla stessa auspicata estensione del ricorso al mercato di capitali."

D'altra parte non pare possa essere revocata in dubbio la generale estensibilità dell'ambito di applicazione della disposizione di cui all'art. 2351 cod. civ. a tutte le società per azioni, ivi comprese le società quotate sui mercati regolamentati.

Per vero, sulla natura imperativa della disposizione che prevedeva la proporzionalità fra azioni e voto, e quindi fra rischio e potere, non vi era consenso nella dottrina<sup>89</sup> formatasi sotto l'impero della previgente normativa. Invero, l'avviso più plausibile, per il quale il principio di proporzionalità non avesse carattere imperativo, muoveva dalla constatazione che la risalente normativa prevedeva già delle eccezioni alla inderogabilità nella disciplina delle società per azioni, quali, appunto, lo stesso art. 2351, co. 2.

---

<sup>89</sup> Nella non imperatività si v., fra gli altri, L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente*, Milano, 1999, 161 s., secondo la quale il principio di proporzionalità è sicuramente quello ritenuto normale e tipico dal nostro ordinamento, ma ciò non significa che esso sia assolutamente inderogabile; G. OPPO, *Sui principi generali del diritto privato*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, I, 486; M. CASELLA, *Legittimità del voto scalare nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1974, 417 ss.; C. ANGELICI, *Le azioni*, cit., 148 s., che pone quale limite (i.e. vera e propria condizione alla deviazione da detto principio) "l'adozione di tecniche coerenti con il modello organizzativo della società per azioni: tecniche pertanto volte all'oggettività della partecipazione azionaria e non alla persona (nel senso di concreta situazione personale) del socio"; M. BIONE, *Le azioni di risparmio tra mito e realtà*, in *Giur. comm.*, 1975, 172, il quale usa per la prima volta l'espressione che rende bene l'idea di monetizzazione della rinuncia (totale o parziale) al voto.

*Contra*, nel senso di riconoscere carattere cogente alla disposizione v., per tutti, G. SENA, *Il voto nella assemblea della società per azioni*, Milano, 1961, 258, per il quale le limitazioni eventualmente contenute nello statuto avrebbero carattere eccezionale.

A maggior ragione dopo l'entrata in vigore della riforma del diritto societario, resta attuale la derogabilità ad opera della autonomia privata al più volte richiamato principio di proporzionalità<sup>90</sup>. In proposito, anzi, si è assistito alla tipizzazione delle deroghe al detto principio, per cui il legislatore ha previsto la possibilità di modulare l'esercizio del diritto di voto, con la possibilità di escluderlo, limitarlo o condizionarlo a determinati eventi, non meramente potestativi, e ha altresì previsto la possibilità per lo statuto di disporre clausole che ne prevedessero la limitazione o lo scaglionamento in relazione al possesso azionario<sup>91</sup>.

Si pone, a questo punto, tutta una serie di questioni. Ad esempio, ci si potrebbe chiedere quale sia la odierna nozione di azioni ordinarie; ci si potrebbe chiedere inoltre se sia ancora necessario ed utile configurare la categoria delle azioni ordinarie nell'assetto societario. Ci si potrebbe chiedere, altresì, se sia corretto o meno continuare a far parola di intento comune dei soci di cui all'art. 2247 cod. civ. Ci si potrebbe domandare, da ultimo, se il catalogo delle deroghe di cui sopra possa essere considerato o meno esaustivo.

---

<sup>90</sup> Tanto che secondo C. F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, cit., 29, poiché né la novella né il T.U.F. “stabiliscono il contenuto della relazione con la società degli azionisti senza voto ma li continuano a chiamare azionisti, diviene rilevante il problema del limite entro il quale si può configurare il diritto patrimoniale diverso in modo tale che essi siano, ancorché titolari di una relazione speciale, azionisti”.

<sup>91</sup> Si tratta, per vero, di due tecniche all'evidenza diverse: l'una ha natura oggettiva, che attiene al titolo azionario e in quanto tale ne segue le vicende circolatorie, l'altra, invece, ha natura soggettiva, che attiene alla persona del singolo socio e alla di lui titolarità di altri titoli azionari.

Per cominciare. Sebbene sia stato anche ritenuto<sup>92</sup> che per azioni ordinarie si devono correttamente intendere solo quelle che siano state emesse nel rispetto del principio di cui all'art. 2351 cod. civ., e quindi quelle che attribuiscono il diritto di voto, sembrerebbe tuttavia maggiormente condivisibile la tesi per la quale quello di azione ordinaria è un concetto relativo<sup>93</sup>, da apprezzare in relazione con le altre categorie di azioni emesse dalla stessa società. Comunque, poiché nel testo normativo non se ne rinviene la relativa nozione, non è dato rilevare la esistenza di azioni fornite di diritti attribuiti loro *ex lege*. Ciò non di meno, pare fondato ritenere che almeno una categoria delle azioni emesse debba essere qualificata come 'ordinaria', ovviamente nel senso relativo sopra evidenziato<sup>94</sup>.

Altra questione la cui soluzione merita più approfondite meditazioni è quella se le limitazioni che restringono il diritto di voto incidano, da un lato, sulla qualità di socio dei relativi titolari e, dall'altro, sul requisito della comunanza di intenti dei soci.

Quanto al primo problema che si è profilato non sembra possa farsi discendere dalla limitazione al diritto di voto la negazione della qualità di socio al titolare della azioni con diritto di voto limitato o escluso. Il diritto di

---

<sup>92</sup> Così A. STAGNO D'ALCONTRES, *Sub art. 2351*, cit., 301.

<sup>93</sup> In questo senso, per tutti, A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, 87; e, da ultimo, anche C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, cit., 71 s.

<sup>94</sup> Così, per tutti, C. ANGELICI, *Le azioni*, cit., 67; *contra*, però, M. BIONE, *Le azioni*, cit., 47 s.



voto, invero, è strumentale, e in quanto tale necessario, per partecipare al governo dell'iniziativa economica, ma esso non è necessario per l'imputazione dei risultati economici generati da tale iniziativa, e quindi perché l'attività possa essere correttamente ricondotta a tutti i soci<sup>95</sup>. L'elemento che fonda il rapporto comune fra i soci della società azionaria sembra, dunque, da rinvenire nel vincolo a capitale dei complessivi valori conferiti, che possono essere in misura non proporzionale in una assegnazione ovvero nella determinazione dei valori di ciascuna azione. La disciplina dei diritti attribuiti dalle azioni, così del diritto di voto, è preordinata alla organizzazione della attività sociale, ma è irrilevante ai fini della attribuzione della qualità di socio.

Quanto al secondo ordine di problemi relativo alla configurazione dell'attività comune dei soci *ex art. 2247*, si deve prendere atto che ormai, per espressa previsione normativa, comportano la partecipazione azionaria sia le azioni ordinarie (con esse intendendosi qui quelle munite di diritto di voto, come di altri diritti soggettivi) sia quelle prive di diritto di voto. Invero, anche quando determinate azioni vengano emesse sprovviste del diritto amministrativo di voto, o munite di un diritto deminuto,

---

<sup>95</sup> Cfr. A. GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze del finanziamento dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 5 secondo il quale l'unico elemento essenziale della partecipazione sociale in tutte le tipologie è il solo diritto patrimoniale agli utili, con la conseguenza che l'attività comune è tale ormai solo "per finzione".

soccorreranno le regole disciplinanti il titolo e per l'effetto la posizione del suo titolare dettate al momento della emissione.

Secondo la dottrina meno recente<sup>96</sup> l'esercizio in comune dell'attività cui fa riferimento l'art. 2247 cod. civ. sarebbe consistito proprio nella possibilità di tutti i soci di influire sulle scelte decisionali della società, tant'è che si riteneva necessario l'esercizio del diritto di voto.

Senonché, pur essendo innegabile che l'attività negli organi sociali attraverso l'esercizio del diritto di voto, quale l'assemblea, risulta necessaria per l'esistenza e l'attività dell'ente-società, non è necessario che tutte le azioni siano dotate del diritto di voto e che quindi tutti i soci partecipino attivamente alla attività di gestione. In effetti, il rapporto azione-partecipazione si realizza allorché gli effetti della attività della società vengono indirettamente imputati al patrimonio dei singoli<sup>97</sup>. La partecipazione negli organi di cui si faceva parola in precedenza costituisce, come è stato autorevolmente sostenuto<sup>98</sup>, un espediente tecnico-giuridico per l'accesso alla società per azioni, ma non costituisce né può costituire, in un sottotipo caratterizzato dalla emissione di varie categorie azionarie, l'unico indice normativo della "partecipazione" alla attività comune. Si vuol

---

<sup>96</sup> Cfr. in questo senso G. FERRI, *Delle società*, cit., 51; P. GRECO, *Le società nel sistema legislativo italiano*, Torino, 1959, 41.

<sup>97</sup> Cfr. ancora A. GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze del finanziamento dell'impresa*, loc. cit.

<sup>98</sup> Così C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, cit., 72 s.

dire che è necessario, ai fini del governo della società, che solo alcuni titoli azionari attribuiscano il potere, da un lato, di governare e di determinare l'attività e, dall'altro, di designare i soggetti incaricati della gestione di impresa. La *ratio* sottesa all'attribuzione del diritto di voto, quindi, non è quella per la quale ogni socio debba necessariamente partecipare alla gestione della società, bensì quella diversa della necessità di governare la società, con riferimento alla nomina delle cariche sociali e dell'approvazione dei risultati economici dell'operato dei gestori.

In questo specifico senso deve intendersi allora la necessità della esistenza nella compagine sociale di almeno una categoria di azioni – per quanto concerne le limitazioni e le modulazioni aventi natura per dir così oggettiva – o almeno un ristretto numero di azioni – se si ha riguardo alle modulazioni di natura soggettiva o su base contrattualistica, come si vedrà in seguito – che siano comunque dotate del diritto di voto, tale da permettere il funzionamento della società<sup>99</sup>. E' allora evidente che anche i soci che vedono limitato, ovvero del tutto escluso, il proprio diritto di voto partecipano alla gestione della società per il tramite degli organi a ciò

---

<sup>99</sup> E' in questo senso che il diritto di voto, ed il suo esercizio, sono idonei a produrre effetti di rilievo sulla persistenza della società fino al suo scioglimento per impossibilità del funzionamento dell'assemblea nel caso di mancata approvazione del bilancio.

Al riguardo si profila anche l'altra e diversa questione di individuare quali siano i poteri del giudice nell'ipotesi in cui la società non riesca ad operare.

preposti, che quindi svolgono tale attività anche per conto<sup>100</sup> di quei soggetti che non votano.

Quanto, poi, all'ultima questione posta in precedenza, quella cioè se il catalogo delle deroghe tipizzate dal legislatore debba intendersi esaustivo, o se il repertorio delle ipotesi di deroga al detto principio di proporzionalità possa estendersi oltre le previsioni normative espresse, valgono le seguenti considerazioni.

Intanto la questione può avere una soluzione differente a seconda che si abbia riguardo a società chiuse o a società aperte. Ed invero, se da un lato sembra essere pacifico che per le prime l'autonomia privata può creare nuove e diverse forme di deroghe<sup>101</sup>, dall'altro lato, le società quotate e quelle aventi azioni diffuse in maniera rilevante, che presuppongono la ulteriore tutela del mercato e degli investitori, comportano per definizione un maggior rigore nella disciplina di dette deroghe.

Fra le deroghe proprie della disciplina delle società chiuse, che non trovano applicazione alle società quotate, va certamente annoverata quella espressamente prevista dall'art. 2351, co. 3, cod. civ., per effetto della quale alle società quotate è precluso modulare il diritto di voto se ciò si

---

<sup>100</sup> Il duplice carattere dell'attività comune, come agire funzionale e agire per conto è molto chiara a C. F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, cit., 71 ss.

<sup>101</sup> Così, fra gli altri, M. L. VITALI, *Sub art. 2351*, cit., 400.

concretizza in una limitazione riguardante la persona del socio, e non anche che le azioni di cui esso è titolare.

D'altra parte è pur vero che esigenze di modulazione del diritto di voto possono essere avvertite anche nelle società aperte e che, quindi, anche qui, si dovrà riconoscere all'autonomia privata il potere di intervenire e modulare, secondo le esigenze che di volta in volta si possono manifestare, tenendo ancora e sempre presenti le esigenze di tutela che caratterizzano la diffusione dei titoli azionari nel mercato.

Si tratta, allora, di esaminare i limiti e le modulazioni che possono essere poste dalla autonomia privata nelle società aperte, le quali, come noto, si informano a peculiari esigenze di tutela.

Altro e diverso problema è quello posto dalle deroghe che surrettiziamente eludono il divieto del cd. voto capitario e delle azioni a voto multiplo<sup>102</sup>.

### *3. I limiti legali.*

---

<sup>102</sup> Per l'esame delle quali fattispecie si rinvia alla trattazione più approfondita in A. ANGELILLIS, *Sub art. 2351*, cit., 447 ss. In particolare, sul voto capitario v. V. SANTORO, *Sub art. 2351*, in AA.VV., *La riforma delle società*, M. Sandulli-V. Santoro (a cura di), Torino, 2003, 151 s.; *contra*, però, nel senso di ammettere la fattispecie del voto capitario sul presupposto che il binomio rischio-potere abbia perso il suo carattere imperativo e tipologico v. G. D'ATTORRE, *Il principio di uguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007, 167 ss.

Innanzitutto, alcune ipotesi in cui si impongono limiti al diritto di voto – in quanto integrale abolizione dello stesso – sono espressamente previste dal codice e dalla legge speciale, in materia di società quotate.

La accennata distinzione fra limiti avente fonte legale o statutaria e i limiti di derivazione convenzionale ha delle ricadute di carattere oltre che teorico anche pratico. La verità è che la violazione di un limite legale o statutario dà adito alla esperibilità della tutela generalizzata e di più cogente efficacia, mentre la violazione di limiti convenzionali dà adito più semplicemente alla esperibilità da parte degli interessati dell'azione risarcitoria. Ciò spiega perché la imposizione dei limiti legali o statutari non abbisogna di un particolare regime di pubblicità: si tratta di limiti posti direttamente da norme imperative e cogenti<sup>103</sup>.

Anche se è da soggiungere che, se da un lato tali limitazioni sono espressamente previste dalla legge, e quindi, per questo, facilmente conoscibili, dall'altro lato non può essere obliterata l'evidente esigenza di tutela sopra richiamata, cosicché dovrebbero essere pubblicizzate anche le cause e le condizioni che caso per caso impegnano la disciplina normativa diretta a comprimere, fino ad arrivare ad abolirlo, il diritto di voto.

Fra i limiti al diritto di voto previsti direttamente dalla legge è da annoverare quello di cui all'art. 2347 cod. civ., che disciplina il caso di comproprietà

---

<sup>103</sup> Argomenta *ex art.* 2377 cod. civ.

indivisa di più titolari su uno o più titoli azionari<sup>104</sup>. In questo caso, come noto, i diritti dei comproprietari verso la società devono essere esercitati da un rappresentante comune nominato secondo le modalità previste dagli artt. 1105 e 1106 cod. civ. Nell'ipotesi ora richiamata, invero, l'esercizio dei diritti sociali – ivi compreso quello amministrativo di voto – resta precluso ove non si provveda alla nomina del rappresentante. La dottrina più attenta<sup>105</sup> ritiene, tuttavia, che ai comproprietari sarebbe in ogni caso riconosciuto il diritto di esercitare collettivamente l'impugnativa delle delibere assembleari.

Dalla *ratio* sottesa alla disciplina in discorso – volta ad evitare che la società subisca intralci o pregiudizi da un eventuale quanto probabile disaccordo fra tutti i comproprietari – potrebbe conseguire che in caso di accordo fra i contitolari potrebbe essere riconosciuto loro il diritto di voto in assemblea, seppure non si sia provveduto alla nomina del rappresentante.

Altra ipotesi di limitazione al diritto di voto discendente dal dato normativo, e senza pretese di completezza, è certamente quella costituita dal conflitto di interessi o dalla morosità del socio. O ancora, quelle ad esclusivo appannaggio delle società quotate previste dall'art. 120 T.U.F. nel caso in cui siano state omesse le comunicazioni prescritte al secondo comma del

---

<sup>104</sup> La disciplina dettata dall'art. 2347 richiamato nel testo trova, per vero, applicazione anche quando oggetto di comproprietà indivisa sia un pacchetto azionario, come nel caso, a titolo meramente esemplificativo, di azioni che siano cadute in successione ereditaria ovvero acquistate dai coniugi in regime di comunione legale.

<sup>105</sup> Cfr. in questo senso C. ANGELICI, *Le azioni*, cit., 45; M. BIONE, *Le azioni*, cit., 28.

citato articolo o all'art. 121, in materia di partecipazioni reciproche che eccedano i limiti prescritti.

E' evidente come, in questi casi, a differenza che negli altri, la integrale compressione del diritto di voto relativamente ad un certo numero di azioni, che pure vengono emesse provviste di tale diritto, abbia funzione schiettamente sanzionatoria.

#### 4. segue. La *record date*.

Certamente da non trascurare è il limite, posto di recente dal d. lgs. n. 27/2010, in tema di diritti degli azionisti di società quotate<sup>106</sup>, della *record date*, disciplinata dal nuovo art. 83-*sexies*, co. 2, T.U.F., la quale pone questioni di notevole importanza.

In forza del su richiamato principio, già presente in alcuni ordinamenti europei, l'elenco dei soggetti legittimati al voto si cristallizza ad una data anteriore all'assemblea, non avendo alcuna rilevanza per la società – ai fini

---

<sup>106</sup> Al riguardo va precisato che il principio della *record date* si applica tanto alle società quotate nei mercati regolamentati, quanto a quelle con azioni negoziate nei sistemi multilaterali di negoziazione (ivi compresi quelli comunitari) con il consenso dell'emittente, riprendendosi per questa via la distinzione fra ammissione alla quotazione e ammissione alle negoziazioni. Alle società con azioni dematerializzate non quotate né ammesse in un sistema multilaterale tale regola si applica esclusivamente in forza di una previsione statutaria.



della legittimazione – eventuali avvicendamenti successivi a tale data e comunque anteriori alla assemblea.

E' pure vero, d'altra parte, e va subito posto in evidenza, che per le società non quotate o con titoli negoziati in mercati non regolamentati può anche essere previsto il blocco, cioè il divieto di cessione delle azioni fino alla data dell'assemblea. Il blocco in discorso può essere previsto anche per le società con azioni diffuse in misura rilevante, ma la sua validità non può eccedere i due giorni feriali (art. 83-*sexies*, co. 3, T.U.F.).

Nell'ipotesi in cui la cessione non è vietata dallo statuto ed avviene dopo la rituale comunicazione<sup>107</sup>, l'intermediario deve provvedere ad inviare una rettifica all'emittente. Fermo restando che tale comunicazione, per dir così, correttiva va effettuata solo se il trasferimento stesso è avvenuto prima della *record date* riferita alla prima convocazione dell'assemblea.

Comunque, ed è questa la novità del portato del decreto, il trasferimento registrato dopo la *record date* non incide sulla legittimazione. Quindi ove il socio trasferisca i titoli nello spazio temporale intercorrente dopo la *record date*, e quindi anche nelle more delle diverse (eventuali) convocazioni, egli

---

<sup>107</sup> Invero, ai sensi dell'art. 83-*sexies*, co. 1, T.U.F. la legittimazione è attestata da una comunicazione all'emittente effettuata dall'intermediario in conformità alle proprie scritture contabili, in favore del soggetto a cui spetta il diritto di voto. La disposizione richiamata ha spinto R. LENER, *Legittimazione all'intervento in assemblea, record date ed esercizio del diritto di voto dopo la SHRD. Appunti introduttivi.*, Relazione al Convegno Georgeson – LUISS Ceradi, Roma, LUISS Guido Carli, 6 maggio 2010, 4 a ritenere che detta comunicazione abbia essa stessa "valore legittimante", non costituendo più una mera modalità – per quanto obbligatoria – con la quale la certificazione veniva portata a conoscenza dell'emittente.

rimarrà comunque legittimato all'intervento e al conseguente diritto di voto in assemblea, a condizione, beninteso, che lo fosse con riferimento alla *record date*.

A tal riguardo si è posta, a questo punto, la questione della individuazione del momento in cui si perfeziona l'eventuale trasferimento. Si tratta di appurare se la registrazione che rileva ai nostri fini è quella che attiene alla conclusione del contratto con il quale si trasferisce la legittimazione (di norma una compravendita) ovvero quella del regolamento dell'operazione. A ben vedere la questione non è di poco conto se solo si pensi alla constatazione che nel mercato dei titoli anche le operazioni cc.dd. a pronti sono, di fatto, regolate a tre giorni.

Pare corretto ritenere che abbia rilievo il riferimento al momento della regolamentazione dell'operazione (cd. *actual settlement date*) e non anche il riferimento al momento della conclusione del contratto<sup>108</sup> (cd. *trade date*). L'avviso appena rassegnato, peraltro, si pone in linea con il disposto dell'art. 2355, ult. co., cod. civ. Esso, infatti, si rivela anche il più corretto dal punto di vista sistematico: la legittimazione all'intervento in assemblea e dunque all'esercizio del diritto di voto si trasferisce nel momento in cui l'acquirente degli strumenti finanziari ottiene la registrazione a suo nome dell'avvenuto regolamento dell'operazione, la mera conclusione del relativo

---

<sup>108</sup> Sul tema dei contratti conclusi senza uno specifico accordo, con riferimento non solo ai contratti negoziati in borsa, bensì in generale v. N. IRTI, *Norma e luoghi. Problemi di geo-diritto*, Roma-Bari, 2001, 347 s.

contratto non essendo immediatamente attributiva della legittimazione all'esercizio del diritto di intervento e di quello di voto.

Alla stregua del principio sopra illustrato colui che acquista in data successiva alla *record date*, pur divenendo effettivo titolare delle azioni, difetta comunque del titolo per richiedere la comunicazione né, sembra questa la soluzione più corretta, ha diritto di intervenire in assemblea. Correlativamente colui che risulta essere legittimato alla *record date* e che venda i titoli successivamente a tale data resta ancora e comunque legittimato ad intervenire in assemblea e ad esercitare il diritto di voto.

Peraltro, la disciplina ora illustrata presenta, sotto il profilo ricostruttivo, spunti problematici<sup>109</sup>.

La prima questione che viene in rilievo è se l'emittente possa escludere dalla assemblea il titolare che risultasse tale al momento della *record date* ma che successivamente avesse alienato i titoli, e, ove si pervenisse a dare una risposta positiva al quesito, in che limiti possa prevedere tale esclusione. Si tratta di un falso problema, giacché la soluzione si trova nella disposizione legislativa, per la quale ha diritto di partecipare alla assemblea e all'esercizio del voto colui che, titolare alla *record date*, ha alienato il

---

<sup>109</sup> Sui notevoli benefici legati all'introduzione di questo istituto, quali fra tutti quello di agevolare le strategie di investimento massimizzando la scissione fra l'esercizio del diritto di voto e le conseguenze economiche dello stesso, poiché sia l'alienante che l'acquirente potrebbero trarre profitto nel *trading* a ridosso della scadenza assembleare, v. A. BUSANI, *Più partecipazione all'assemblea delle società*, in *Le società*, 2010, 403; M. GAETA, *Maggiore tutela agli azionisti delle società quotate*, in *Giur. merito*, 2010, 2070.

proprio diritto nel lasso di tempo compreso fra quella data e quella della assemblea.

Se è vero che si tratta di una falsa questione è però altrettanto vero che spetta all'interprete interrogarsi circa la plausibilità della soluzione normativa. Sta di fatto che, allo stato, il sistema propone una situazione di questo tipo: partecipa alla assemblea ed esercita il diritto di voto colui che, al momento in cui quella si svolge, non è più titolare del diritto e, dunque, non è più interessato alle sorti della società, con il conseguente possibile pregiudizio che il voto del non più titolare del diritto può arrecare alla posizione di chi non esercita il diritto di voto, ma è comunque titolare della partecipazione azionaria. Al paradosso testé prospettato sarebbe opportuno che il legislatore ponesse rimedio per via di revisione della legge<sup>110</sup>.

La verità è che si tratta di un limite legale che non consente, allo stato, deroga alcuna né “perdona” neanche la sua ignoranza da parte dell'acquirente ovvero la di lui buona fede.

A meno che non si ritenga di percorrere la via delle soluzioni rimediali per cui le modalità di esercizio del diritto di voto dovrebbero essere oggetto di un accordo precipuo fra le parti, nel senso che colui che acquista la partecipazione azionaria dopo la record date possa determinare l'indirizzo di

---

<sup>110</sup> Sulle ragioni che hanno indotto il legislatore ad operare questa importante modifica, recependo la disciplina comunitaria elaborata al fine di favorire la partecipazione degli azionisti alla vita delle società, v. A. BUSANI, *Più partecipazione all'assemblea delle società*, cit., 402 s.

voto dell'alienante. Beninteso, però, che detto accordo avrà efficacia esclusivamente *inter partes* e sarà destinato a rimanere fuori dalla richiamata disciplina oggettiva del procedimento assembleare, non potendo, per alcuna ragione, avere effetto sulla validità delle deliberazioni assunte una sua violazione<sup>111</sup>. E' comunque fatto salvo il suo diritto di recesso<sup>112</sup>.

Altro discorso è quello se un così fatto accordo abbia, come pare possa avere, rilevanza sull'apprezzamento dei titoli azionari.

Occorre, a questo punto, esaminare i poteri del presidente dell'assemblea con riguardo alla esclusione del legittimato che si sappia avere già ceduto le azioni ovvero con riguardo alla ammissione di colui che abbia acquistato i titoli prima dell'assemblea.

Non vi è dubbio che, per esigenze di tutela del mercato, assicurata in massima parte dalla certezza, l'intero procedimento assembleare deve essere regolato in termini rigorosamente oggettivi. Dunque il legittimato deve essere ammesso alla riunione dei soci, mentre il non legittimato – sempre con riguardo alla comunicazione, ovviamente – deve esserne escluso.

Nelle società quotate, peraltro, come in quelle che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, nelle quali vige il regime di dematerializzazione

---

<sup>111</sup> E' evidente, con riferimento alla efficacia delle pattuizioni di cui in discorso nel testo, la natura non già reale, bensì meramente obbligatoria.

<sup>112</sup>

obbligatoria<sup>113</sup>, l'eliminazione del supporto cartaceo<sup>114</sup> va incontro all'ulteriore importante rischio di privare il legittimato della possibilità di provare al preposto alla verifica il proprio diritto ad intervenire alla riunione assembleare. Ed invero, nell'ipotesi in cui l'intermediario non adempia i propri obblighi professionali con la dovuta diligenza, il titolare finisce con il sopportare le conseguenze negative, avendo preclusa qualsiasi forma di tutela reale, ma potendo soltanto esperire l'azione risarcitoria, beninteso contro la prova del danno subito.

D'altra parte, al riguardo, non rileva neppure la esibizione della "copia" della comunicazione che ai sensi e per gli effetti dell'art. 23, co. 3, del regolamento gestione accentrata, deve essere fruibile dall'acquirente contestualmente alla comunicazione. Invero, tale copia non è idonea a conferire la legittimazione cartolare, che è ricollegata esclusivamente alla comunicazione<sup>115</sup>.

---

<sup>113</sup> La prescrizione agli emittenti quotati nei mercati regolamentati, e a quelli che abbiano strumenti diffusi in misura rilevante, di accentrare le relative emissioni di strumenti finanziari presso una società di gestione, in regime, appunto, di dematerializzazione si deve al decreto Euro, il quale agli artt. 28, co. 2, e 36, co. 1, attribuisce altresì alla Consob il potere di assoggettare all'obbligo della dematerializzazione anche strumenti finanziari che non siano negoziati o destinati alla negoziazione sui mercati regolamentati, che tuttavia presentino comunque caratteristiche di diffusione fra il pubblico.

<sup>114</sup> Tale mancanza è di non poco rilievo, come acutamente sottolinea N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, Torino, 2007, 338; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Il titolo di credito. Ricostruzione di una disciplina*, Torino, 1999, 33 s.

<sup>115</sup> Secondo R. LENER, *Legittimazione all'intervento in assemblea, record date ed esercizio del diritto di voto dopo la SHRD. Appunti introduttivi*, cit., 11, a tal proposito "utilizzando categorie concettuali classiche potrebbe parlarsi di contrassegni di legittimazione".

Quanto alla posizione del socio alienante, eventualmente in conflitto con la deliberazione che si deve prendere, è da ritenere che il possibile conflitto di interessi potrebbe essere risolto alla stregua delle norme del diritto comune, e per esse l'art. 2373 cod. civ., salvo che, per accordo, si faccia portatore dell'interesse dell'acquirente, rientrando quindi nella ipotesi dell'interesse per conto di terzi.

Altri problemi di carattere generale, rappresentati dall'impugnazione e dal recesso dell'acquirente, nuovo socio, trovano, come è noto, ora soluzione nel dato normativo.

In ordine alla questione se il socio acquirente abbia la legittimazione ad impugnare la delibera assembleare, è da invocare l'art. 127-*bis* T.U.F. che prevede che, pur non essendo legittimato a partecipare alla assemblea, il socio subentrante è da considerare fittiziamente assente e come tale legittimato alla impugnativa *ex art. 2377* cod. civ.

In ordine alla altra questione se possa esercitare o meno l'esercizio del diritto di recesso, è da ritenere che il socio subentrante deve essere considerato alla stregua del socio che non ha concorso alla deliberazione, ai sensi dell'art. 2437 cod. civ., e come tale legittimato ad esercitare il diritto di recesso, ovviamente nel rispetto dei relativi limiti.

##### *5. I limiti statutari.*

La esigenza di aumentare il tasso di autonomia statutaria a fronte della disciplina particolarmente rigida nell'emissione di azioni diversamente modulate nella prospettiva del diritto al voto, avvertita prima della riforma, ha indotto il legislatore del 2003 ad allineare le regole interne con quelle degli altri ordinamenti. Il grado di autonomia statutaria riconosciuto dal vecchio testo dell'art. 2351, co. 2, cod. civ., non era ritenuto sufficiente né soddisfacente, soprattutto con riguardo alle società quotate. In queste ultime gli equilibri imposti dal mercato dovrebbero essere di per sé sufficienti a valutare l'efficienza degli strumenti finanziari emessi<sup>116</sup>, ovviamente senza trascurare le avvertite esigenze di tutela che si pongono per le società aperte<sup>117</sup>.

In linea generale, si lamentava la circostanza, di non poco conto, che le limitazioni all'esercizio del diritto di voto dovessero dipendere necessariamente dal riconoscimento di taluni privilegi di natura patrimoniale e che il voto non potesse essere per dir così soppresso e/o

---

<sup>116</sup> In questo senso, facendo leva proprio sul concetto di *free bargaining approach*, v. per tutti M. LAMANDINI, *Società di capitali e struttura finanziaria: spunti per la riforma*, in Associazione Disiano Preite, *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, 280.

<sup>117</sup> Sempre sotto il vigore della disciplina pre-riforma, è stato pure sostenuto e argomentato diversamente che il riconoscimento dei privilegi di natura patrimoniale operato all'art. 2351, co. 2, più volte citato nel testo, fosse "di dubbia coerenza sistematica" alla luce dell'introduzione per le società quotate della disciplina delle azioni di risparmio, che condiziona la loro emissione alle esistenza di privilegi di natura patrimoniale che vengono integralmente e liberamente stabiliti nello statuto; così N. ABRIANI, *La struttura finanziaria delle società di capitali nel progetto Mirone e nella legge delega per la riforma del diritto societario: un primo confronto*, in Associazione Disiano Preite, *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, 292 s.; e, ancora, D. GALLETTI, *Azioni di risparmio e destinazione al mercato vecchio e nuovo della disciplina delle società "quotate"*, in *Banca Borsa e Titoli di credito*, 1999, 608 ss. e spec. 620.



riemergere al verificarsi di determinati eventi<sup>118</sup>. Si vuol dire che non risultava più sufficiente l'ambito riconosciuto alla autonomia privata in cui essa si sarebbe potuta esprimere per modulare, secondo le più varie e diverse esigenze, il diritto di voto.

Con la riforma, quindi, si è voluto invece riservare al mercato la valutazione di meritevolezza prima lasciata al legislatore. La soluzione adottata da quest'ultimo con riferimento proprio al riconoscimento del potere di modulazione del diritto di voto, per vero, è in linea con la linea guida della riforma, cioè quella dell'incentivazione della autonomia contrattuale. La funzione di selezionare i titoli, per dir così, maggiormente appetibili sul mercato è lasciata quindi ai singoli operatori<sup>119</sup>, che faranno le proprie opportune valutazioni, scegliendo le società maggiormente efficienti.

---

<sup>118</sup> L'anacronismo della disposizione era stato esplicitamente messo in evidenza da N. ABRIANI, *La struttura finanziaria delle società di capitali nel progetto Mirone e nella legge delega per la riforma del diritto societario: un primo confronto*, cit., 292.

<sup>119</sup> Nello stesso senso sembra essere anche la dottrina prevalente; v. in particolare G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, Torino, 2006, 215 s.; N. ABRIANI, *La struttura finanziaria delle società di capitali nel progetto Mirone e nella legge delega per la riforma del diritto societario: un primo confronto*, cit., 292; E. DESANA, *Le azioni e il diritto di voto*, in AA. VV., *Il nuovo diritto societario*, S. Ambrosini (a cura di), Torino, 2005, 117; V. SANTORO, *Sub art. 2351*, cit., 147; e F. FERRARA-F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2006, 545, per i quali l'autonomia statutaria, alla luce della riforma, incontra limiti solo "estremi" quali, per quanto concerne il profilo della modificazione dei diritti di voto che qui interessa, quello del divieto di emettere azioni a voto plurimo e quello costituito dal divieto di superare con tali azioni la metà del capitale sociale; M. NOTARI, *Disposizioni generali. Conferimenti. Azioni*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2006, 413, per il quale la funzione di cui sopra è stata in questo modo riservata "all'autonomia negoziale e al mercato"; Id., *Sub art. 2348*, in AA.VV., *Commentario alla riforma delle società*, P. Marchetti-L. A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari (diretto da), Milano, 2008, 171 ss. per il quale, peraltro, tale scelta del legislatore si mostra essere del tutto coerente con altre operate

Interessante problema interpretativo è poi quello relativo alla lettura dell'*incipit* del secondo comma dell'art. 2351, "salvo quanto previsto dalle leggi speciali". Esso si incentra nel rapporto fra tale disposizione e l'art. 145 T.U.F. che prevede e disciplina, per le sole società quotate, la categoria delle azioni di risparmio<sup>120</sup>. In altre parole, ci si deve chiedere se l'*incipit* sopra richiamato debba significare per le società quotate una preclusione, per un verso, all'emissione di azioni sprovviste del diritto di voto che non fossero fatte rientrare nella nota categoria delle azioni di risparmio, e, per altro verso, all'emissione di azioni con diritto di voto in diversa misura modulato, senza alcuna compensazione con i privilegi di natura patrimoniale che pure l'art. 145 impone.

La questione posta è sicuramente ricca di risvolti pratici ed è stata oggetto di una serrata *querelle* in dottrina.

Da un lato, vi è chi ritiene che le società quotate possano emettere esclusivamente azioni senza diritto di voto che rientrino nella categoria delle azioni di risparmio, con le relative conseguenze, anche applicative<sup>121</sup>. Diverse sono state, per vero, le argomentazioni portate a sostegno di tale tesi: si è sostenuta l'esistenza necessaria di un principio di equilibrio fra

---

sempre in sede di riforma, quali, fra tutte, la atipicità delle categoria di azioni, il cui principio è sancito all'art. 2348 cod. civ.

<sup>120</sup> Per l'analisi puntuale della quale si rinvia *infra*, § 6.

<sup>121</sup> Ci si vuol riferire qui al riconoscimento obbligatorio di diritti patrimoniali 'compensativi', ai diritti spettanti nell'ipotesi di esclusione delle quotazioni nonché alle disposizioni che riguardano l'organizzazione di categoria.

poteri amministrativi e patrimoniali<sup>122</sup>; si è pure paventato il rischio di defraudare, ammettendo tale ipotesi, i titolari di azioni senza diritto di voto della necessaria organizzazione di categoria<sup>123</sup>, e, da ultimo, si è riconosciuto al rinvio alle leggi speciali la natura di limite alla applicabilità alle società quotate della disciplina di diritto comune, con il rischio di asimmetrie informative<sup>124</sup>. Soprattutto, però, si è sostenuto che, aderendo a tale tesi, si sarebbe disatteso il principio per cui alle società quotate dovrebbero applicarsi norme caratterizzate da un più alto grado di imperatività rispetto a quelle che pure si applicano alle società chiuse.

Dall'altro lato vi è chi<sup>125</sup> ritiene che i principi di cui agli articoli 2351 cod. civ. e 145 T.U.F. siano fra loro compatibili, al punto che l'applicazione

---

<sup>122</sup> Per tutti, v. U. TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. soc.*, 2002, 1074; D.U. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, 85; A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1302 s. In questo senso anche G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, cit., 218, ove è affermato che le azioni di risparmio, essendo del tutto prive del diritto di voto, "si differenziano dalle azioni senza voto emesse dalle società non quotate (dopo la riforma del 2003) per il fatto che devono essere necessariamente dotate di privilegi di natura patrimoniale, anche se sotto tale profilo l'attuale disciplina (artt. 145-147 Tuf) ha profondamente modificato quella originaria", ma soprattutto in nt. 28, volendo, l'autore scongiurare il pericolo che l'emittente per tale via possa eludere agevolmente il principio che le azioni di risparmio devono godere di particolari privilegi patrimoniali.

<sup>123</sup> Ancora U. TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, cit., 1074.

<sup>124</sup> V. ancora, per tutti, V. SANTORO, *Sub art. 2351*, cit., 148.

<sup>125</sup> La soluzione prospettata nel testo riceve il consenso, seppure sulla base di considerazioni diverse, di molti studiosi, quali, fra tutti, G. PRESTI, *Il nuovo diritto delle società di capitali e cooperative*, in *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, M. Rescigno-A. Sciarrone Alibrandi (a cura di), 221 ss.; M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in AA. VV., *Liber Amicorum Campobasso*, 2006, 61; A.

dell'uno non esclude l'applicazione dell'altro. D'altra parte, manca una norma esplicita in tal senso. Diverse, anche con riferimento all'avviso da ultimo propugnato, sono le argomentazioni addotte dalla dottrina.

Le considerazioni a sostegno della prima tesi, seppure in misura diversa, sono corrette, ma non bastano a far ritenere che la disciplina di diritto comune di cui all'art. 2351 non si applica, neppure in via residuale rispetto all'art. 145 T.U.F., **alle società quotate**.

In effetti, le considerazioni a supporto della seconda teoria sono da ritenere prevalenti giacché è il mercato il luogo deputato per antonomasia al più elevato numero di negoziazioni ed è la disciplina delle società aperte quella che deve concedere maggiore libertà alla autonomia statutaria, segnatamente con riguardo al regime del diritto di voto.

Fermo che non è dato cogliere una norma in senso contrario, la liberalizzazione della vocazione statutaria si coniuga felicemente con la selezione e la scelta delle negoziazioni assicurato dal mercato. Sarà proprio il mercato, infatti, a selezionare gli strumenti più appetibili.

---

BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, 487; e ancora e sempre C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, cit., 184 ss., il quale argomenta sostenendo che, se si aderisse all'avviso contrario, si restringerebbe oltre misura il ricorso per le società quotate allo strumento azionario, scelta questa peraltro definita dallo stesso autore "incoerente" con la necessità di finanziamento delle società che fanno appello al risparmio e che quindi "possono fruire della possibilità di modellare una particolare tipologia di azioni". L'autore, infine, non manca di rilevare che per tale via si frustrerebbe uno degli obbiettivi della riforma che è proprio quello di consentire la partecipazione di quanti più soggetti possibile al capitale di rischio.

Correlativamente, sul piano normativo, il combinato disposto degli articoli 2351, co. 2, cod. civ. e 145 T.U.F. consente e promuove una lettura armonica ed idonea ad offrire, nello spirito della riforma e delle spinte del mercato, un maggiore grado di autodeterminazione alla autonomia privata.

D'altronde la pretesa maggiore rigidità in materia di disciplina delle società quotate nei mercati regolamentati è prescritta esclusivamente con riguardo alla disciplina della *governance* societaria, e non anche con riguardo alle prerogative delle diverse categorie di azioni con riferimento al diritto di voto<sup>126</sup>. Del resto non può essere sottaciuto che lo stesso T.U.F. ha operato, proprio con riguardo alle azioni di risparmio, una sorta di *deregulation*, laddove ha abolito i minimi legali di privilegio patrimoniale, rimettendo integralmente la materia alla autonomia statutaria.

Senza dire che la possibilità per le società quotate di emettere azioni senza diritto di voto, o che vedano tale diritto limitato<sup>127</sup> troverebbe conferma nel disposto dell'art. 105 T.U.F.

Se le superiori considerazioni sono corrette, è fondato ritenere allora che anche alle società quotate possa validamente applicarsi la disciplina prevista all'art. 2351, co. 2, cod. civ., oltre naturalmente a quella specificamente prevista all'art. 145 T.U.F. Con la conseguenza che varie e diverse possono

---

<sup>126</sup> In questo senso sembra anche doversi leggere G. PRESTI, *Il nuovo diritto delle società di capitali e cooperative*, cit., 221 ss.

<sup>127</sup> Lungi dall'essere vietata esplicitamente da alcuna delle norme contenute nel T.U.F., come pure evidenziato da A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, cit., 488.

essere le modulazioni al diritto di voto, create di volta in volta dall'autonomia privata a seconda delle diverse esigenze delle società. Beninteso, la validità di tali scelte si dovrà sempre e comunque commisurare con l'appetibilità che i titoli dimostrano avere sul mercato.

E' da aggiungere che proprio a seguito della qui predicata negazione della stretta correlazione fra la limitazione al diritto di voto e il riconoscimento di privilegi di natura patrimoniale le società che fanno ricorso al mercato di capitale del rischio – come pure le società chiuse, del resto – potranno emettere azioni per le quali il diritto di voto possa essere anche del tutto escluso, ma alle quali può non essere riconosciuto alcun particolare privilegio di natura patrimoniale<sup>128</sup>.

La categoria, quindi, dei limiti statuari all'esercizio del diritto di voto che può essere di volta in volta ideata dalla inventiva degli operatori, e purché consacrata nello statuto, può essere ampia e dal contenuto più vario.

Potranno così aversi azioni, alle quali riconoscere o meno un privilegio di

---

<sup>128</sup> Al riguardo, va pure rilevato che una parte minoritaria della dottrina ha affermato che il nuovo tenore della norma non legittimerebbe la condivisione di una clausola statutaria siffatta, per la pretesa violazione del principio di parità del trattamento; v. nel senso ora descritto A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, cit., 467 ss. e spec. 477; F. MARTORANO, *Sub art. 2348*, in AA.VV., *Commentario*, M. Sandulli-V. Santoro (a cura di), 137. Non si può trascurare di rilevare al riguardo che ove si aderisse a questo avviso ci si scontrerebbe inevitabilmente con il dato letterale, senza dire che non sarebbe neanche coerente con le altre scelte del legislatore della riforma che sono nel senso di riconoscere, come detto, il più ampio grado di autonomia contrattuale nella determinazione del peso dell'investimento nel capitale di rischio da parte di ciascun socio. Tale tesi ha il conforto, per la dottrina, di M.L. VITALI, *Sub art. 2351*, cit., 409 s., il quale peraltro non manca di rilevare che “la disciplina della struttura finanziaria della società per azioni conosce fattispecie di azioni che possono essere connotate anche solamente da posizioni giuridiche passive, come nel caso di emissione delle azioni riscattabili”.

natura patrimoniale, prive di diritto amministrativo di voto; o munite di diritto di voto solo a determinate condizioni, ovvero in relazione a determinati argomenti.

Le modulazioni che giungono in taluni casi fino a negare il diritto di voto non possono comunque essere ritenute un *vulnus* al principio di parità di trattamento, presente, come pure messo in luce dalla dottrina più autorevole<sup>129</sup>, all'interno e con riferimento ad una determinata categoria di azioni e collegato al diritto di evitare qualsiasi alterazione nella partecipazione sociale.

La “libertà” di modulazione incontra un primo limite, esplicito, consistente nella “metà del capitale sociale”, previsto al secondo comma dell'art. 2351, che peraltro ha esclusivamente natura quantitativa, e un secondo limite, implicito, costituito dalla tutela in generale del mercato e dell'affidamento degli investitori.

Quanto al primo limite, la *ratio* ad esso sottesa è di tutta evidenza. Seppure in sede di lavori preparatori alla riforma ne era stata prospettata l'eliminazione, la dottrina maggioritaria si era schierata da subito contro tale avviso, mettendo in evidenza la sua essenziale funzione di assicurare il

---

<sup>129</sup> Cfr. in argomento A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, 161.

governo della società attraverso il voto a chi detenesse una percentuale non certo esigua del capitale sociale<sup>130</sup>.

Vero è pure che tale limite solleva, per la formulazione della stessa disposizione, talune problematiche, che potrebbero essere di seguito così richiamate.

In via preliminare, ci si chiede se tale limite si debba ritenere riferito a tutti i titoli azionari emessi, per i quali il diritto di voto sia stato in qualche misura escluso, limitato o condizionato. A ben vedere la soluzione della questione si può rinvenire nella *ratio* stessa della norma. Pare corretto ritenere per il computo in discorso tutte le azioni che siano *emesse* con diritto di voto “non pieno”: il limite in analisi opera per tutte quelle azioni che vedono diversamente modulato il diritto di voto, in virtù di disposizioni statutarie.

Il detto limite, inoltre, deve ritenersi esteso anche alle azioni di risparmio<sup>131</sup>, le quali pertanto andranno conteggiate insieme alle altre azioni

---

<sup>130</sup> Il fenomeno è stato studiato ovviamente anche dalla dottrina statunitense. Con riguardo proprio al *controlling minority structuring*, cioè alle strutture proprietarie il cui controllo è esercitato da una piccola frazione del capitale sociale, v. L. A. BEBCHUCK-R.R. KRAAKMAN-G. TRANTIS, *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Creation and Agency Cost of Separating Control from Cash Flow Rights*, cit, *passim*; L. A. BEBCHUK, *A Theory of the evolution of Ownership Structure in Publicly Traded Companies*, 1998, *Harvard Law School Working Paper*; e per altri riferimenti v. E. DESANA, *Le azioni e il diritto di voto*, cit., 120.

<sup>131</sup> Ed invero, in seguito all’abrogazione dell’art. 145, co. 4, T.U.F. operato dal d. lgs. n. 37/2004, art. 3, co. 1, si ritiene debba ora applicarsi il limite previsto nel codice civile, la cui applicazione non era prima riconosciuta per il criterio di specialità della legge.



eventualmente emesse dalla società emittente al fine di verificare il raggiungimento della soglia prescritta<sup>132</sup>.

Rimangono escluse, pertanto, sia le azioni che non si riferiscono a limiti al diritto di voto che abbiano origine statutaria sia, ancora, tutte quelle categorie che non comportino una vera e propria limitazione, come quella delle azioni che, seppure per disposizione statutaria, richiedono ai titolari autorizzazioni per il compimento degli atti degli amministratori, a norma dell'art. 2364, co. 4, cod. civ.<sup>133</sup>

Quanto, da ultimo, alle azioni in cui non vi sia valore nominale, il limite di cui all'art. 2351, co. 2, più volte richiamato, andrebbe riferito, anche qui avendo riguardo alla *ratio* che lo informa, al *numero* delle azioni emesse dalla società<sup>134</sup>.

Quanto, al secondo ordine di problemi, e cioè alla tutela dei soci con diritto di voto limitato e/o escluso, e dell'affidamento in generale del mercato, siano sufficienti qui le seguenti considerazioni.

---

<sup>132</sup> Sul punto il rinvio è a G. M. PUGLIESE, *Sub art. 145*, in AA.VV., *Il coordinamento della riforma del diritto societario con i testi unici della banca e della finanza*, F. Maimeri (a cura di), Milano, 2006, 453 ss.

<sup>133</sup> Come pure messo in luce dalla dottrina più attenta (il riferimento è qui a M. NOTARI, *Le categorie*, cit., 603, dal quale pure si è mutuato l'esempio), si tratta evidentemente di un diritto aggiuntivo, riconosciuto ai titolari di dette azioni.

<sup>134</sup> Questo sembra essere, se non si prende abbaglio, anche il senso delle conclusioni che si hanno in F. FERRARA-F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, cit., 422.

Innanzitutto, laddove vi sia una clausola statutaria che limiti e/o escluda, seppure circoscritta a taluni argomenti, il diritto di voto, e nulla sia invece prescritto in relazione al diritto ad impugnare la relativa delibera, si deve ritenere che il socio abbia diritto di impugnare, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2377 cod. civ., tutte quelle delibere per le quali è legittimato a votare. In altre parole, i soci che hanno esercitato il diritto di voto, anche limitatamente ad una determinata assemblea, o ne erano legittimati, possono impugnare la relativa delibera<sup>135</sup>. Invero la formulazione della stessa norma di cui all'art. 2377 – la quale, si ricorda, allude anche ai soci assenti, dissenzianti o astenuti – sembra presupporre che perché sia riconosciuto al singolo socio il diritto ad impugnare è sufficiente che egli abbia la legittimazione ad esercitare il diritto correlato al voto, e non anche che tale diritto egli abbia in concreto esercitato.

Del pari, argomentando dalla disposizione dello stesso art. 2377, i soci sprovvisti del diritto di voto (o che lo abbiano limitato solo a talune materie, assemblee, e/o altre condizioni) non sono comunque lasciati senza tutela: ad essi è infatti riconosciuto il diritto di chiedere il risarcimento del danno eventualmente subito in ragione della “non conformità della delibera alla legge o allo statuto”<sup>136</sup>. La tutela apprestata dall'ordinamento ai soci che

---

<sup>135</sup> In argomento v. anche R. SACCHI, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, in *Liber amicorum Campobasso*, 135 ss.

<sup>136</sup> Sul punto v. F. CHIAPPETTA, *Sub art. 2377*, in AA. VV., *Commentario alla riforma delle società*, P. Marchetti-L.A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari (a cura di), Milano, 2008, 644 ss.

pure hanno scelto di non partecipare alle vita della società, divenendo titolari di titoli azionari privi in qualsiasi misura del diritto di voto, comunque si riflette sul mercato.

Senza dire che il maggiore grado di tutela dovrebbe essere fondatamente assicurato dal fatto che le società quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea sono sottoposte, a differenza delle società chiuse, a specifici e più particolari controlli.

#### 6. segue. *Le azioni di risparmio.*

La categoria delle azioni di risparmio sicuramente costituisce per le società quotate l'esempio meno controverso, alla luce di quanto detto, e più studiato<sup>137</sup> di azioni sprovviste del diritto di voto. A dette opinioni però sono al contempo riconosciuti per legge benefici di natura patrimoniale, la cui "quantità" è ora irrilevante per il legislatore. Tale categoria di azioni

---

<sup>137</sup> La letteratura sull'argomento è vastissima. Basti vedere P. BALZARINI, *Le azioni di società*, Milano, 2000, 217 ss.; C. ANGELICI, *Le azioni*, cit., 171 ss.; M. NOTARI, *Sub art. 145*, in AA. VV., *Commentario*, P. Marchetti-L.A. Bianchi (a cura di), 1535 ss.; G. B. PORTALE, *Tra "deregulation" e crisi del diritto azionario comunitario*, in AA. VV., *La riforma delle società quotate*, F. Bonelli-V. Buonocore-F. Corsi-R. Costi-P. Ferro-Luzzi-A. Gambino-P.G. Jaeger-A. Patroni Griffi (a cura di), Atti del Convegno di studio, Santa Margherita Ligure, 13-14 giugno 1998, Milano, 1998, 373; M. BIGELLI-E. SAPIENZA, *Le azioni di risparmio e gli errori di misurazione del premio per il diritto di voto*, in *Banca impr. soc.*, 2003, 67 ss.. Si vedano inoltre per lo studio del tema in generale P. SPADA, *Le azioni di risparmio*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, 585; U. BELVISO, *Il significato delle azioni di risparmio*, in *Giur. comm.*, 1976, 779; F. TEDESCHI, *A proposito di un recente contributo in tema di azioni di risparmio*, in *Giur. comm.*, 1978, 831; L. CHIARAVIGLIO, *A proposito di azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1977, 1182; P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto. (Prassi statutaria e profili di diritto comparato)*, Milano, 1992.

rappresenta la risposta del legislatore alla esigenza di incentivare l'investimento in azioni offrendo all'un tempo ai risparmiatori la possibilità di scegliere titoli rispondenti alle loro esigenze in misura migliore. Titoli, cioè, che tengano conto del disinteresse dei risparmiatori alla partecipazione alla vita della società e dunque all'esercizio dei diritti amministrativi. E pure del preminente rilievo attribuito, di contro, al contenuto patrimoniale e alla redditività dei titoli azionari.

Sono evidenti le differenze, anche e soprattutto con riguardo alla relativa disciplina, che le distingue dalle altre azioni a voto limitato emesse dalle società quotate, in virtù dell'applicabilità a queste ultime della disciplina di cui all'art. 2351, co. 2, nei limiti e termini sopra evidenziati.

Invero le azioni di risparmio mantengono una loro peculiare peculiarità e appetibilità, costituita, per l'appunto dalla loro disciplina.

Per cominciare, esse possono essere emesse anche al portatore<sup>138</sup>, seppure non si rivelano più per tale via idonee ad assicurare l'anonimato dei propri titolari, con l'introduzione del regime di dematerializzazione obbligatoria.

---

<sup>138</sup> Seppure quelle appartenenti agli amministratori, ai sindaci ed ai direttori generali devono essere sempre e comunque nominative, giusto il disposto dell'art. 145, co. 3, T.U.F. Si deve pure rilevare che la circostanza per cui anche tali azioni al portatore debbano comunque risultare iscritte in un conto aperto dall'intermediario a nome del cliente e che quindi l'eventuale trasferimento avvenga sempre fra conti individuati nominativamente ha indotto a dubitare (v. P. SPADA, *La ricchezza assente*, in *Banca borsa titoli di credito*, 1999, I, 418 s.) che la distinzione fra azioni nominative e azioni al portatore potesse conservare rilievo alcuno nel sistema di gestione dematerializzata. Nel senso che, correttamente, la distinzione permane poiché le azioni nominative necessitano sempre e comunque dell'iscrizione nel libro soci si v., per tutti, B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999, 132 ss.

In secondo luogo, esse devono necessariamente essere dotate di privilegi di natura patrimoniale<sup>139</sup>, seppure la consistenza di detti privilegi non è più determinata dal legislatore<sup>140</sup>. Anche la necessità del requisito in discorso rende la categoria delle azioni di risparmio sicuramente di maggiore appetibilità rispetto alle altre azioni con diritto di voto limitato, che potrebbero (ma non necessariamente) non essere commisurate a riconoscimenti patrimoniali.

Valido, di contro, per tutte le categorie di azioni speciali a voto limitato, escluso ovvero condizionato, il limite per cui esse non possono superare la metà del capitale sociale. Il limite, ovviamente, opera anche in sede di riduzione del capitale sociale per perdite, poiché la legge ha predisposto meccanismi volti ad evitare l'elusione del divieto. Infatti, in virtù del disposto dell'art. 145, co. 5, T.U.F. il rapporto fra capitale e azioni speciali senza voto o a voto limitato deve essere ristabilito entro due anni, mediante emissione di nuove azioni ordinarie da attribuire in opzione ai possessori di azioni speciali. E' pure previsto che se la parte del capitale rappresentata da azioni ordinarie si è ridotta al di sotto del quarto del capitale sociale, essa

---

<sup>139</sup> L'ampia formulazione della norma ha correntemente fatto ritenere in dottrina (v., sul punto, R. SANTAGATA, *Cumulo di cariche amministrative ed interessi in conflitto nelle società per azioni*, in AA. VV., *Liber amicorum Campobasso*, 1181 s.) che i privilegi di natura patrimoniale possono consistere anche in diritti patrimoniale che siano diversi da quelli riconosciuti agli azionisti. Per una analitica esposizione tutte le possibili articolazioni dei privilegi patrimoniali si rinvia a M. NOTARI, *Sub art. 145*, cit., 1563 ss.

<sup>140</sup> La l. n. 216/1974 fissava in modo analitico il contenuto e la misura minima dei privilegi che dovevano essere inderogabilmente riconosciuti a tali categorie di azioni; il d. lgs. n. 58/1998 ha modificato la rigida disciplina sul punto, peraltro facilmente eludibile, lasciando alla autonomia privata la commisurazione di detti privilegi.

deve essere riportata almeno al quarto entro sei mesi, pena lo scioglimento della società.

Di dette azioni non si tiene conto per il calcolo dei *quorum* costitutivi e deliberativi nelle assemblee ordinarie e straordinarie. E neppure si tiene conto delle stesse per il calcolo delle aliquote di capitale richieste per l'esercizio dei diritti attribuiti alle minoranze<sup>141</sup>, giusto il disposto dell'art. 145, co. 6, T.U.F., come novellato dal d. lgs. n. 37/2004.

Al riguardo anche alle altre categorie di azioni speciali senza diritto di voto dovrebbe ritenersi applicabile la disciplina prevista espressamente per le azioni di risparmio dalla norma da ultimo citata. L'applicazione analogica si rivela opportuna, se non proprio necessaria, in considerazione del fatto che si tratta in entrambi i casi di categorie di azioni che non hanno diritto di voto e che i diritti dei relativi titolari non possono essere sacrificati o meno in relazione al fatto che quelli sottoscritti siano titoli da far rientrare nella categoria delle azioni di risparmio ovvero in altre e diverse categorie di azioni sprovviste comunque del diritto di voto. Ove si seguisse l'avviso contrario, si verrebbe a creare una ingiustificata sperequazione fra la posizione (e la tutela) delle minoranze a seconda che esse abbiano sottoscritto l'una o l'altra categoria di azioni.

---

<sup>141</sup> E quindi la convocazione dell'assemblea su richiesta della minoranza qualificata ai sensi dell'art. 2367, la rinuncia e la transazione sull'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori *ex art.* 2393, la azione sociale di responsabilità esercitata dalla minoranza *ex art.* 2393-*bis*, la denuncia al collegio sindacale *ex art.* 2408 ed ancora la denuncia di gravi irregolarità al tribunale *ex art.* 2409.

Quanto all'organizzazione degli azionisti di risparmio, essa deve rinvenirsi nella disciplina di quella prevista per gli obbligazionisti, e dunque nella esistenza di un'assemblea, nella quale tali azionisti hanno diritto di voto<sup>142</sup>, e nella presenza del rappresentante comune nominato dalla stessa assemblea per la tutela dei diritti e degli interessi comuni di questi ultimi nei confronti della società e dei terzi. Anche per questa ragione il compenso per lui fissato dalla assemblea degli azionisti di risparmio deve ritenersi, come peraltro sottolineato dalla giurisprudenza<sup>143</sup>, seppure con specifico riguardo al rappresentante comune degli obbligazionisti, a carico della stessa società, anche per questioni di indipendenza. Ove si condividesse l'avviso per cui tale compenso dovrebbe essere a carico della società si arriverebbe a far dipendere la posizione del rappresentante degli azionisti cc.dd. speciali dal soggetto giuridico nei confronti del quale egli dovrebbe eventualmente far valere i diritti.

Nell'ipotesi in cui, ancora, il rappresentante comune rimanesse inerte, rinunciando così a far valere i diritti degli azionisti nei confronti della società e dei terzi, il singolo azionista potrebbe esperire la azione

---

<sup>142</sup> Riterrei applicabili anche alla assemblea degli azionisti di risparmio, peraltro, le diverse soluzioni interpretative che la dottrina (sul punto v. già G. COTTINO, *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, Milano, 1958, 209 s.) ha elaborato in tema di sindacati azionari, le quali, peraltro, sono state anche ritenute applicabili ad accordi di voto stipulati fra soggetti che non fossero soci, quali ad esempio, quelli conclusi con riferimento alla assemblea degli obbligazionisti.

<sup>143</sup> V., *ex multis*, Cass. 6 febbraio 1969, n. 389, in *Banca Borsa e Titoli di credito*, 1970, II, 205 ss.

individuale idonea a tutelare i propri diritti nei confronti della società che non siano però “incompatibili con le deliberazioni dell’assemblea previste dall’articolo 2415”.

#### *7. I limiti contrattuali: in particolare i patti parasociali.*

Altra categoria di fonti da cui discendono i limiti all’esercizio del diritto di voto relativamente a determinate azioni va rinvenuta in tutti quei patti e quei contratti con i quali i titolari di azioni, evidentemente provviste del diritto di voto, dispongono di tale diritto<sup>144</sup>. Essi dispongono del diritto di voto in favore di altri soggetti, verosimilmente verso corrispettivo e a tempo determinato, vincolandone l’esercizio alle modalità ed ai termini in essi concordati.

Come noto, tutti questi contratti, seppure con causa e discipline diverse, consentono ai soci di creare un vincolo parallelo a quello sociale, seppure a questo estraneo, con cui regolare e/o modificare taluni aspetti e rapporti previsti dalla legge o dallo statuto e della cui efficacia obbligatoria, peraltro, non pare ora possa più utilmente dubitarsi.

---

<sup>144</sup> I soci, per il tramite di questi contratti, tendono a disporre obbligatoriamente di diritti (qui, nello specifico, del diritto di voto) che essi hanno acquisito in seguito ed in ragione alla adesione al contratto di società. In questo senso cfr. G. SANTONI, *Patti parasociali*, Napoli, 1985, 4; G. OPPO, *Contratti parasociali*, Milano, 1942, 3 ss., i quali si riferiscono nello specifico ai patti parasociali; e G. FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, diretto da F. Vassalli, X, III ed., Torino, 1985, 134.



Nonostante le dette “convenzioni” non costituiscano parte del contratto di società, essendone, anzi, formalmente e per definizione esterni, essi sono in ogni caso idonei ad esercitare una notevole incidenza sulla vita dell’ente cui si riferiscono<sup>145</sup> e, soprattutto con riguardo alle convenzioni di voto che in questa sede ci occupano, allo svolgimento dell’attività sociale.

Gli accordi in materia di diritto di voto si rivelano, altresì, idonei a riservare il controllo congiunto, come pure è stato definito da parte della dottrina<sup>146</sup>, a due o più soggetti che siano fra loro giuridicamente ed economicamente indipendenti. Ma, aldilà di tutte le considerazioni che precedono, tali accordi si dimostrano il mezzo più funzionale ed idoneo al contemperamento delle esigenze individuali e personali del singolo socio rispetto a quelle degli altri soci e della stessa società<sup>147</sup>. Vero è pure che i contratti con cui vengono limitati tali diritti amministrativi possono anche rispondere all’interesse (economico e non) di soggetti terzi, non soci, che mirano per i più svariati

---

<sup>145</sup> Tanto che secondo G. SANTONI, *Patti parasociali*, cit., 6, questa circostanza spesso non fa distinguere se si tratti di accordi parasociali fra i soci o regole contenute nello statuto.

<sup>146</sup> Cfr. sul punto, fra i molti, M. STELLA RICHTER jr., “*Trasferimento del controllo*” e *rapporti tra i soci*, Milano, 1996, 158 e 200; V. CARIELLO, “*Controllo congiunto*” e *accordi parasociali*, Milano, 1997, 17 ss., al quale ultimo si rimanda per gli ulteriori approfondimenti bibliografici.

<sup>147</sup> Cfr. D. CORAPI, *Gli statuti delle società per azioni*, Milano, 1971, 188 ss.; C. ANGELICI, *La costituzione della società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, XVI, Torino, 1985, 232, secondo i quali i patti parasociali, nello specifico, consentono l’adattamento dei tipi legali dell’organizzazione sociale alle diverse esigenze che gli interessati possono avere nel concreto.

motivi a intervenire in assemblea e a prendere parte alla gestione della società, esercitando il diritto di voto.

Tutte le convenzioni contrattuali che abbiano ad oggetto la disposizione del diritto di voto o la sua limitazione, siano esse negoziate fra parti che siano tutti soci ovvero fra soci e soggetti che rimangono estranei alla compagine societaria, sono, come si è detto, in ogni caso chiamate a svolgere una funzione accessoria rispetto al contratto di società e a consentire alle parti (qui ai soli soci), “una ulteriore utilizzazione (per lo più atipica) dell’organizzazione societaria”<sup>148</sup>, in altre parole, possono realizzare, per via convenzionale, un risultato analogo ad una attribuzione non proporzionale del voto.

Senza tralasciare, poi, che oltre le deroghe espressamente previste dall’art. 2351 cod. civ., il principio di proporzionalità risulta superato anche da altre norme del codice civile e del T.U.F. finalizzate a tutelare altri interessi. Esempi che bene rappresentano quanto sinora affermato sono rappresentati dalla disposizione di cui all’art. 2451 cod. civ., ai sensi del quale alle società di interesse nazionale si applicano le norme del codice civile compatibilmente con le disposizioni di leggi speciali (quindi anche attinenti all’esercizio del diritto di voto) e da quella di cui all’art. 2449, la quale prevede che, nell’ipotesi in cui lo Stato o altri Enti pubblici abbiano una

---

<sup>148</sup> Così, con puntuale riguardo ai patti parasociali però, C. ANGELICI, *La costituzione della società per azioni*, cit., 232.

partecipazione in una società per azioni, lo statuto della società possa conferire loro la facoltà di nominare uno o più amministratori o sindaci ovvero componenti del consiglio di sorveglianza.

Vi sono poi ulteriori strumenti che, sempre nell'ottica della modulazione extrastatutaria del diritto di voto, finiscono per incidere sulla regola di proporzionalità, quali ad esempio, i gruppi piramidali, il *leveraged buyout*, etc.

Si tratta di congegni cui è riconosciuto senza alcun dubbio effetto, o per dir così funzione, di leva, idonei, cioè a creare o ad aumentare il distacco fra proprietà e controllo<sup>149</sup>.

Se non sembra ormai più dubitabile la ammissibilità dei sindacati di voto a maggioranza, tanto nelle società quotate quanto in quelle chiuse<sup>150</sup>, se ne può allora confermare che l'ordinamento societario ammette il reperimento, sia pure per via extrastatutaria, del principio di proporzionalità applicato in funzione della regola maggioritaria che presiede al governo della società per azioni.

---

<sup>149</sup> Cfr. sul punto F. D'ALESSANDRO, *I patti parasociali dal codice civile alle recenti riforme*, relazione al Convegno "Patti parasociali. Disciplina e predisposizione delle clausole" organizzato da Paradigma, Milano, 12 novembre 2002, dattiloscritto, 19 ss.; A. MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1958, 730 s.; E. MACRI', *Patti parasociali e attività sociale*, cit., 23.

<sup>150</sup> In questo senso, fra i molti, R. RORDORF, *I patti parasociali e i sindacati di voto*, in *Le società*, 2003, 19 ss.; R. TORINO, *I contratti parasociali*, Milano, 2000, 137; G. SEMINO, *I patti parasociali nella riforma delle società di capitali*, in *Le società*, 2003, 347; G. A. RESCIO, *I sindacati di voto*, in AA.VV., *Trattato delle società*, Colombo-Portale (a cura di), Torino, 1994, 485 ss.

La previsione di questa tipologia di limiti all'esercizio del diritto di voto e la loro natura convenzionale, debbono fare tuttavia i conti con la esigenza di tutela del mercato e dell'affidamento dei terzi nonché degli interessi della società e di tutti gli altri soci che non sono riguardati dai medesimi accordi. Si cerca così di evitare che l'attività sociale sia demandata a persone che non hanno un reale interesse ad una buona gestione, o che addirittura potrebbero nutrire interessi in senso contrario<sup>151</sup>.

Si vuol dire che il legislatore ha inteso per questa via assicurare l'esercizio "diligente" dei poteri degli azionisti, al punto che esso ha preferito disciplinare le modalità del detto esercizio anziché la "facilità deliberativa"<sup>152</sup>. E' stato, invero, riconosciuto che le regole di trasparenza in materia di patti parasociali, unitamente alle regole in materia di *corporate governance* introdotte dal T.U.F., hanno lo scopo di incentivare l'investimento in capitale di rischio. Le dette regole, infatti, mirano ad assicurare un maggiore grado di tutela agli investitori. Non è priva di fondamento l'idea per la quale gli investitori, ed in particolare quelli

---

<sup>151</sup> Tale evenienza era presente anche a G. OPPO, *Contratti parasociali*, cit., 7 ss. al quale si deve la tripartizione dell'intera fattispecie dei contratti parasociali in tre gruppi, secondo che i loro effetti si riferiscano esclusivamente ai soci sindacati; ovvero rivolti a procurare vantaggi alla società a carico dei soci; ovvero, infine, siano diretti ad incidere sulla società, eventualmente recandone pregiudizio.

<sup>152</sup> Cfr. S. ROSSI, *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Milano, 1997, 366.

istituzionali, siano maggiormente incentivati ad investire in una determinata società quanto più ampie e tempestive siano le informazioni sulla stessa<sup>153</sup>.

Senza dire che la previsione di dette pattuizioni, a parere di taluni Autori<sup>154</sup> poco coerente con il modello della *public company*, mette in risalto la maggiore contendibilità delle relative società. La quale può essere assicurata, come è noto, oltre che dalla possibilità di disporre secondo le più diverse esigenze in momenti storici pure successivi, anche dall'induzione di un controllo di tipo coalizionale, evidentemente e strutturalmente più debole di quello che potrebbe essere esercitato da un socio unico.

Peraltro, ad assicurare la contendibilità non è punto sufficiente la disciplina normativa, di cui agli artt. 2341-*ter* cod. civ. e 122 T.U.F., afferente alla *disclosure*<sup>155</sup>, diretta a stabilizzare gli assetti proprietari o il governo delle s.p.a. aperte e peculiare dei patti parasociali.

In effetti, dalle considerazioni svolte resterebbero escluse tutte le altre ipotesi di limitazione convenzionale del diritto di voto diverse dai patti

---

<sup>153</sup> Come pure messo in evidenza da M. TONELLO, *Sulla trasparenza delle operazioni di amministratori, alti dirigenti e azionisti strategici di società quotate. La questione della tempestività*, in *Contr. e impr.*, 2006, 1 s., seppure con riferimento esclusivo al mercato statunitense, questa trasparenza agevola anche i flussi informativi che consentono al mercato di incorporare nei prezzi dei titoli tutti i dati a disposizione.

<sup>154</sup> Così P.G. JAEGER-P. MARCHETTI, *Corporate governance*, in *Giur. comm.*, 1997, 636.

<sup>155</sup> L'espressione è mutuata da E. MACRI', *Patti parasociali e attività sociale*, Torino, 2007, 91.

parasociali e cioè non aventi scopo alcuno di quelli indicati all'art. 122 T.U.F. e all'art. 2341 cod. civ..

Comunque per tutte le fattispecie di limitazione convenzionale dovrebbe potersi predicare l'avviso secondo il quale per esse si può parlare di efficacia meramente obbligatoria<sup>156</sup>, e non anche di efficacia reale, propria del contratto sociale. La violazione dei patti, pertanto, non incide sul contratto sociale – al quale per oggetto o per competenza potrebbe inerire –, che quindi gli rimane indifferente.

Essa comporta, soltanto, come già rilevato il risarcimento del danno causato dall'inadempimento<sup>157</sup>.

La disciplina normativa dei patti parasociali, cui si è pure accennato sopra, dedica alle società aperte alcune norme precise dirette, nell'intenzione del legislatore, a contemperare l'esigenza di offrire più ampi spazi alla autonomia privata dei soci con quella pure encomiabile di tutelare il mercato e gli investitori cc. dd. istituzionali.

---

<sup>156</sup> Riterrei che tale efficacia obbligatoria delle dette convenzioni non possa correttamente essere revocata in dubbio neanche con riguardo ai patti di voto cc. dd. ad efficacia reale, ove con l'espressione richiamata si intendano tutti quei patti muniti di clausole che impediscono al socio sindacato di violare il patto. Invero, se da un lato questa categoria di convenzioni di voto non permette ai soci sindacati, per la peculiare struttura che la caratterizza, di disporre in contrasto con l'obbligazione assunta, dall'altro comunque questa circostanza è e rimane estranea alla società.

<sup>157</sup> Cfr. sul punto, fra i tanti, C. ANGELICI, *La costituzione della società per azioni*, cit., 232; G. SANTONI, *Patti parasociali*, cit., 25; F. GALGANO, *La società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, G. Galgano (diretto da), VII, Padova, 1984, 95.

La rilevanza delle fattispecie parasociali (soprattutto con riferimento ai sindacati azionari di voto, che qui interessano) nella sfera sociale è stata fin dall'origine presente alla riflessione della dottrina, seppure la molteplicità di aspetti, non tutti funzionali alla presente analisi, ha alimentato non pochi dubbi circa la configurabilità unitaria e omogenea della nozione<sup>158</sup>.

Infatti, al quesito, giusta la evidente eterogeneità di struttura e di funzione delle diverse fattispecie che generalmente vengono ricomprese nell'ampio *genus*, sembrerebbe doversi dare risposta negativa, ma questa è evidentemente un'altra e diversa questione la cui soluzione esula dall'economia della presente indagine.

Ad ogni modo, il riconoscimento normativo dell'incidenza dei patti parasociali sulla struttura societaria<sup>159</sup> ha confermato quanto dalla dottrina era stato teorizzato<sup>160</sup>. Ha, cioè, tentato di risolvere la questione se sia da estendere o meno ai patti parasociali il nucleo di normativa inderogabile contenuto nel diritto societario. A fronte della indubbia incidenza dei patti

---

<sup>158</sup> Cfr. G. SANTONI, *Patti parasociali*, cit., 15 e la bibliografia ivi riportata.

<sup>159</sup> Soprattutto con riguardo alla stabilizzazione degli assetti proprietari o di controllo della stessa società.

<sup>160</sup> Cfr. sul punto già T. ASCARELLI, *La liceità dei sindacati azionari*, in *Riv. dir. comm.*, 1931, 262; Id., *Limiti di validità dei sindacati azionari*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, 183, il quale, peraltro, riteneva che per essere validi i patti dovessero avere un oggetto ben determinato nella contrattazione e che quindi dovesse essere espressamente previsto per quali delibere il patto fosse stato concluso.

parasociali nelle esperienze societarie<sup>161</sup>, si può ragionevolmente ritenere che ai patti in discorso debbano essere applicate le norme di diritto societario repute inderogabili<sup>162</sup>. Ciò che costituirebbe, anzi, una condizione generale di validità per le diverse specie di patti parasociali.

Altro avviso predicato, soprattutto dalla giurisprudenza, è quello per il quale la validità dei patti parasociali deve essere apprezzata alla stregua della nozione di interesse sociale dettata dall'art. 2373 cod. civ.<sup>163</sup>. Tale avviso non è stato a ragione condiviso dalla dottrina maggioritaria<sup>164</sup> poiché vi sono ipotesi in cui tali patti non riguardano l'interesse della società, come nel caso del patto concluso dai soci che stabilisca una ripartizione degli utili o delle perdite diversa da quella prevista dal contratto di società<sup>165</sup>. Vero, però, è che seppure la validità di non tutti i patti parasociali possa correttamente essere commisurata all'interesse sociale, tuttavia tutti i patti

---

<sup>161</sup> Sull'incidenza dei patti parasociali sulla società v. F. FERRARA-F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2006, 397.

<sup>162</sup> Dello stesso avviso propugnato nel testo v. D. U. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, 51; ma già D. CORAPI, *Gli statuti delle società per azioni*, Milano, 1971, 186 s., in cui l'autore fonda l'estensione delle norme inderogabili del diritto societario ai patti parasociali sulla frode alla legge; G. SANTONI, *Patti parasociali*, cit., 9, al quale si rinvia per gli approfonditi riferimenti bibliografici e i richiami giurisprudenziali.

<sup>163</sup> Cfr. R. PROVINCIALI, *Contratti sociali e parasociali*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1962, 1334 s.; G. RAGUSA MAGGIORE, *Contratto parasociale sostitutivo della procedura di scioglimento della società?*, in *Dir. fall.*, 1970, 457 ss.

<sup>164</sup> G. SANTONI, *Patti parasociali*, cit., 20;

<sup>165</sup> L'esempio riportato nel testo è stato mutuato da G. SANTONI, *Patti parasociali*, cit., 20.



parasociali, per essere validi, devono stimarsi alla luce e sotto il riflesso della loro compatibilità con il detto interesse.

Di detto limite si apprezza l'importanza e la funzionalità sol che si pensi alla atipicità<sup>166</sup> della fattispecie "patti parasociali", ricavata dalla lettura del combinato disposto degli articoli 2341-*bis* cod. civ. e 122 T.U.F. ed alla conseguente necessità di valutare ed apprezzare la validità della singola fattispecie.

Non si può tralasciare, invero, quale sia la funzione dei patti in discorso, cioè quella di rendere più elastica la struttura tipica delle società cui tali patti afferiscono<sup>167</sup>, senza, ovviamente, stravolgerne la causa e senza contrapporsi alle norme imperative relative al singolo tipo di società.

Di contro, non si potrebbe prefigurare un limite, per i sindacati azionari di voto di società quotate, nel requisito della stabilizzazione degli assetti proprietari e di governo della società, introdotto per le società chiuse dal d.lgs. n. 6/2003 che ha portato l'introduzione dell'art. 2341-*bis* cod. civ. L'applicabilità del limite in discorso è preclusa alle società quotate dal disposto di cui all'art. 122, co. 5, T.U.F., come novellato dal successivo d.

---

<sup>166</sup> *Contra* S. MAZZAMUTO, *I patti parasociali: una prima tipizzazione legislativa*, in *Contr. impr.*, 2004, 1090, il quale propende per la tipizzazione dei patti in seguito alla riforma del diritto societario.

<sup>167</sup> Nello stesso senso, v. autorevolmente, B. LIBONATI, *Riflessioni critiche sui sindacati di voto*, in *Riv. dir. comm.*, 1989, 522, in cui è affermata la capacità dei sindacati azionari di personalizzare il rapporto sociale; F. GUERRERA, *Abuso del voto e controllo <di correttezza> sul controllo deliberativo assembleare*, in *Riv. soc.*, 2002, 266, il quale ne sottolinea, per le ragioni messe in evidenza, l'importanza.

lgs. n. 37/2004, che espressamente dispone che “ai patti di cui al presente articolo non si applicano gli articoli 2341-*bis* e 2341-*ter* del codice civile”. Invero, aldilà del dato esegetico, che non pare dubbio, sembrerebbe far propendere per questa ricostruzione la autonomia che il legislatore ha voluto lasciare alle società quotate, intervenendo con norme imperative esplicite ove ha ritenuto che vi fossero interessi meritevoli di tutela diversi rispetto alle società chiuse<sup>168</sup>. Nell’ipotesi ora trattata, per giunta, non si può trascurare che l’intervento “correttivo” di *restyling* al testo dell’art. 122 T.U.F. è stato peraltro successivo all’introduzione di questo limite per le società chiuse.

Ancora e sempre, con riguardo ai sindacati azionari, limitativi del diritto di voto nelle società quotate, è stata pure formulata in dottrina<sup>169</sup> e in giurisprudenza<sup>170</sup> la tesi dell’invalidità dei sindacati azionari di voto cc. dd. a maggioranza. L’avviso si fondava sulla circostanza che gli accordi così organizzati sarebbero stati forieri dello scollamento fra potere e rischio, che si è da sempre cercato di rifuggire per le ragioni sopra esposte<sup>171</sup>.

---

<sup>168</sup> Contra, però, E. MACRI, *Patti parasociali e attività sociale*, cit., 76 s.

<sup>169</sup> Per tutti, S. GATTI, *La rappresentanza del socio in assemblea*, Milano, 1975, 174 ss.; T. ASCARELLI, *Limiti di validità dei sindacati azionari*, cit., 183; E. VALSECCHI, *Osservazioni in tema di sindacato azionario*, in *Riv. dir. comm.*, 1950, 331 ss.

<sup>170</sup> In giurisprudenza tale tesi è stata per vero seguita da Cass. 31 luglio 1949, n. 2079, che a vero dire è stata oggetto di limitate adesioni in dottrina.

<sup>171</sup> V. sul punto *infra*, cap. I.

L'avviso non può essere condiviso, soprattutto alla luce della riforma del diritto societario. Ed invero, seppure con le dovute ed illustrate limitazioni, la riforma ha opportunamente operato per dir così una modernizzazione del diritto societario riconoscendo la facoltà alla autonomia privata di inserire nello statuto clausole che, per un verso, escludono alcuni soci dalla suddetta attività attraverso la creazione di azioni a voto limitato o condizionato o addirittura senza diritto di voto e, per altro verso, fanno partecipare non soci alla medesima attività, autorizzando l'emissione di strumenti finanziari partecipativi diversi dalle azioni, ma forniti di diritto di voto su specifici argomenti o addirittura del potere di nominare componenti indipendenti degli organi amministrativi e di controllo, di cui all'art. 2351, ult. co., cod. civ. Si è cercato, in altre parole, di garantire un maggior grado di autonomia privata e l'avviso contrario si porrebbe, all'evidenza, in contrasto con tale *ratio*.

Senza dire, ancora, che la tesi qui propugnata della ammissione dei sindacati azionari a maggioranza sarebbe suffragata anche dalla disposizione di cui all'art. 93, co. 1, T.U.F., che ha incluso fra le ipotesi di controllo societario anche quella in cui un singolo socio, sulla scorta degli accordi con altri soci, dispone da solo di tanti voti sufficienti ad esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria della società. In definitiva, la disposizione riconosce validità ai sindacati azionari deliberanti a maggioranza.

La pratica negoziale conosce diverse fattispecie di patti deliberanti a maggioranza fra i quali si ricordano quelli per cui la maggioranza è

computata per teste, quella per cui, invece, essa viene calcolata sulla base ed in ragione del possesso azionario, quella, peraltro diffusa, per la quale si addiviene alla nomina di un comitato direttivo che a sua volta delibererà a maggioranza, per teste ovvero sulla scorta della partecipazione sociale.

La autonomia privata, le esigenze che di volta in volta si manifesteranno ai soci, e la fantasia degli operatori potranno, dunque, nel caso concreto confezionare fattispecie di patti azionari più confacenti alle singole esigenze, che limitino, il più delle volte vincolandolo, l'esercizio del diritto di voto.

#### 8. segue. *Il contratto di riporto e i contratti derivati.*

Il diritto di voto nelle società quotate può anche essere limitato o costituire oggetto di disposizione mediante il ricorso allo schema classico del contratto di riporto o attraverso la negoziazione di strumenti derivati<sup>172</sup>.

Secondo l'art. 1548 cod. civ., il riporto è il contratto con il quale il riportato trasferisce in proprietà al riportatore titoli di credito di una data specie per un determinato prezzo. In forza del patto il riportatore assume l'obbligo di

---

<sup>172</sup> Per una analisi approfondita della fattispecie, si rinvia alle due opere monografiche di F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007, *passim*; E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, *passim*.

trasferire al riportato, alla scadenza pattuita, la proprietà di altrettanti titoli della stessa specie verso rimborso del prezzo, salvo aumento o diminuzione convenuta.

Come noto, la funzione del contratto di riporto<sup>173</sup> è essenzialmente quella di un prestito garantito e può attuarsi in due modi: mediante la traslazione di titoli da parte di persona che comunque non intenda privarsi definitivamente della loro proprietà, o mediante la traslazione di titoli a persona che non intenda acquistarli in via definitiva. In ogni caso è dato assistere al passaggio, ancorché provvisorio, all'un tempo della titolarità del titolo e del diritto di voto. Al fondo, la causa del contratto è nel trasferimento del diritto di partecipazione alla assemblea e del diritto di esercitare il voto.

Altra e diversa questione è quella se al contratto di riporto vero e proprio possono accompagnarsi delle clausole accessorie nel senso che le parti possano predeterminare il contenuto e le modalità del voto.

Quanto ai contratti derivati, il loro ambito è volutamente amplissimo e tale da ricomprendere al suo interno tutti i contratti finanziari che consistono

---

<sup>173</sup> V. in argomento la copiosa letteratura, per la quale si rinvia a C. VIVANTE, *Il contratto di riporto*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, spec. 97, dove se ne esclude la riconducibilità ai contratti differenziali; F. MESSINEO, *Il contratto di borsa per contanti*, in *Operazioni di borsa e di banca*, Milano, 1954, 5 ss.; A. DALMARTELLO, *Adempimento e inadempimento nel contratto di riporto*, Milano, 1955, 91 ss.; L. BIANCHI D'ESPINOSA, *Il contratto di borsa. Il riporto*, in AA.VV., Cicu-Messineo (a cura di), *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, 1969, 147 ss.; O. CAGNASSO, *Il Riporto*, in AA. VV., *Trattato di dir. priv.*, P. Rescigno (diretto da), vol. XI, Torino, 1984, p. 373; G. COTTINO, *Del riporto. Della permuta.*, in AA. VV., *Commentario al codice civile*, Scialoja-P. Branca (a cura di), Bologna-Roma, 1970, 18 e ss.; A. SERRA, *I contratti di borsa a premio*, Milano, 1971, 79 ss.;

nella negoziazione a termine di una entità economica (*i.e.* il diritto di voto) e nella valorizzazione della differenza economica che intercorre fra il prezzo del voto al momento della stipulazione ed il suo valore economico alla scadenza pattuita<sup>174</sup> per l'esecuzione<sup>175</sup>. Invero, come noto, i derivati possono avere ad oggetto entità suscettibili di valutazione economica di varia natura e specie, anche grandezze economiche incorporali.

Elementi dunque centrali per la configurazione di un derivato sono il fattore tempo, l'aspettativa speculativa e l'alea<sup>176</sup>. Fattori, questi ultimi, che spesso hanno fatto ritenere che il derivato potesse essere fatto rientrare nella portata applicativa dell'art. 1933 cod. civ., in quanto assimilabile alla scommessa. Non è stato difficile individuarne, però, la vera essenza e confutare tale tesi<sup>177</sup>.

Ovviamente, anche per i derivati che abbiano ad oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle delibere assembleari, in ragione della tutela e della garanzia dell'informazione di controparte a livello microeconomico e del buon funzionamento dei mercati finanziari a livello macroeconomico, vige la regola per la quale essi devono essere negoziati da intermediari

---

<sup>174</sup> Ne risulta, quindi, di facile lettura rinvenirne la differenza con i contratti a termine, nei quali il differenziale è l'effetto dell'accordo, non l'oggetto, come nei contratti derivati.

<sup>175</sup> Cfr. E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 8 s.

<sup>176</sup> Il riferimento è ancora a E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit.,

<sup>177</sup> V. già G. VALENZANO, *I contratti differenziali di borsa su divisa estera*, Roma, 1929, 23; e, più di recente, E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 38.

professionali. Il referente normativo è l'art. 58, co. 1, reg. Consob n. 16190/2007, il quale stabilisce che la Consob individua con regolamento "le norme di condotta che non si applicano ai rapporti fra soggetti abilitati che prestano i servizi di cui all'articolo 1, comma 5, lettere a), b), ed e), e controparti qualificate, intendendosi per tali: 1) le imprese di investimento, le banche, le imprese di assicurazioni, gli OICR, le SGR, le società di gestione armonizzate, i fondi pensione, gli intermediari finanziari iscritti negli elenchi dagli articoli 106, 107 e 113 del testo unico bancario, le società di cui all'art. 18 del testo unico bancario, gli istituti di moneta elettronica, le fondazioni bancarie, i Governi nazionali e i loro corrispondenti uffici, compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico; 2) le imprese la cui attività principale consiste nel negoziare per conto proprio merci e strumenti finanziari derivati su merci; 3) le imprese la cui attività esclusiva consista nel negoziare per conto proprio nei mercati di strumenti finanziari derivati e, per meri fini di copertura, nei mercati a pronti, purché esse siano garantite da membri che aderiscono all'organismo di compensazione di tali mercati, quando la responsabilità del buon fine dei contratti stipulati da dette imprese spetta ai membri che aderiscono all'organismo di compensazione di tali mercati; 4) le altre categorie di soggetti privati individuati con regolamento della Consob, sentita la Banca d'Italia, nel rispetto dei criteri di cui alla direttiva 2004/39/CE e alle relative misure di esecuzione (...). E' pure operatore qualificato ogni società in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni

in strumenti finanziari, secondo la definizione offerta dall'art. 31, co. 2, reg. Consob n. 11522/1998, che pure si espone a non poche critiche, anche perché tali parametri tendono ad essere parametri variabili nel tempo<sup>178</sup>.

Anche i contratti derivati possono assolvere, dunque, alla funzione di scomporre il diritto di voto dai diritti patrimoniali. Si ricorre in queste ipotesi con maggiore frequenza alle figure del *direct (or indirect) hedge*, ai contratti *collars* o ancora a *equity swaps*. Questi ultimi, in particolare, consentono ad una parte (cd. *long part*) di detenere i diritti delle azioni che abbiano contenuto patrimoniale e di vedersi riconosciuto un certo tasso di interesse per la cessione appunto del diritto di voto e ad una altra parte (cd. *short part*) di esercitare, a fronte del corrispettivo pagato, il diritto di voto.

Relativamente ai contratti derivati che abbiano ad oggetto la disposizione del diritto di voto si deve però rivedere la tesi per cui lo strumento dopo la creazione acquista autonomia perfetta ed assoluta<sup>179</sup>. Invero, non si può tralasciare di considerare la natura di titolo di credito a causalità forte del titolo azionario al quale il voto afferisce. Saranno, dunque, prevalenti il contratto di società e il relativo statuto, ma nei rapporti fra le parti del contratto, non potendosi riconoscere anche a queste fattispecie contrattuali

---

<sup>178</sup> La giurisprudenza in materia di operatore qualificato (da ultimo Cass. n. 12138/2009) si occupa soprattutto della valenza giuridica da attribuirsi alla certificazione del rappresentante legale di una società attestante che essa è operatore qualificato. In argomento v. anche V. SANGIOVANNI, *Conclusioni di contratti derivati e responsabilità degli amministratori*, in *Le Società*, 2010, 31 s.

<sup>179</sup> Fra i tanti, ancora, E. GIRINO, *Contratti derivati*, cit., 22.



efficacia reale, si potrà avere diritto esclusivamente al risarcimento del danno.

Si era anche predicata una possibile sussunzione dei contratti derivati nell'alveo della categoria contrattuale del riporto, soprattutto con particolare riguardo alla fattispecie del *domestic currency swap* ovvero alla altra fattispecie di *interest rate future* su titoli di credito. Con riferimento ad entrambe le fattispecie sembra sia da preferirsi la soluzione negativa. Ed invero, con riguardo al *d.c.s.* non può non rilevarsi una differenza di oggetto, il contratto di riporto avendo ad oggetto, per espressa disposizione normativa, titoli di credito e il *d.c.s.*, invece, una valuta estera<sup>180</sup>. Con riferimento, invece, all'*interest rate future*, si deve considerare il fattore tempo, ricordando che il riporto rappresenta una vendita a pronti di titoli con contestuale assunzione dell'obbligo alla rivendita alla scadenza degli stessi titoli al prezzo pattuito, il *future* non conosce questa duplicità di operazioni, consistendo, invece, in un impegno a compravendere alla scadenza prestabilita (solo il differenziale).

Al di là, di queste differenze peculiari con le diverse fattispecie prese in esame, in generale i contratti derivati non possono correttamente inquadrarsi

---

<sup>180</sup> La soluzione prospettata nel testo è condivisa anche da R. CAVALLO BORGIA, *Nuove operazioni dirette all'eliminazione del rischio di cambio*, in *Contratto e impresa*, 1988, 399, seppure l'autore vi perviene attraverso un diverso percorso argomentativo che si fonda sulla diversità e sulla maggiore articolazione dell'operazione di *d.c.s.*, diretta, da un lato, a fornire moneta estera contro prezzo e, dall'altro, ad apprestare cautele contro il rischio di cambio.

nella fattispecie codicistica del contratto di riporto, stante la differenza della causa. Come è stato rilevato, il derivato non implica una duplicità di operazioni e pone ad oggetto un differenziale incerto di mercato, laddove il riporto mira ad una differenza di prezzo, ma questa è certa e stigmatizzata nella previsione pattizia.

Al fondo, la scomposizione del diritto di voto dalla proprietà delle azioni<sup>181</sup>, per il tramite della vendita di detto diritto, non sembra comportare la violazione dell'art. 2351 e sembra quindi doversi correttamente contemplare nell'alveo delle operazioni speculative dei soci o di altri soggetti, in quanto rientranti nell'autonomia privata.

Altra questione è poi se per il tramite di questi negozi le parti intendono aggirare l'osservanza di norme cogenti, quale, ad esempio, il divieto di esercizio di voto per conflitto di interessi. Si tratterà, in questi casi, di valutare ed apprezzare la causa del singolo contratto ed all'uopo predisporre soluzioni rimediali.

---

<sup>181</sup> V. l'autorevole lavoro di P.G. JAEGER, *Il voto divergente nelle società per azioni*, Milano, 1982, 183; ma soprattutto, Id., *Ammissibilità e limiti dell'accordo di <cessione> del voto in cambio di corrispettivo (con considerazioni in merito alla c.d. <vendita del voto>)*, in *Giur. comm.*, 1997, II, 237 ss.; E. SCIMENI, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Milano, 2003, spec. 33 ss.; D. PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swaps, index futures)*, in *Riv. comm. int.*, 1992, 171.

## Capitolo terzo

### LE PROSPETTIVE RIMEDIALI.

**SOMMARIO:** 1. La tutela obbligatoria. – 2. La tutela reale: suoi limiti. — 3. *segue*. Ipotesi di tutela giurisdizionale. – 4. La tutela degli azionisti senza diritto di voto. Il principio di buona fede. – 5. La legittimazione. – 6. La regola di neutralizzazione e la sua ricezione nel diritto comunitario. – 7. *segue*. Il rapporto con l'emissione di azioni speciali e con gli atti dispositivi del diritto di voto.

#### 1. *La tutela obbligatoria.*

Si deve a questo punto affrontare la tematica delle prospettive rimediali e delle eventuali azioni giurisdizionali da invocare a tutela dei diritti dei soci.

Come si è cercato di mettere in evidenza nelle pagine che precedono, i soggetti che agiscono nei mercati finanziari sono soggetti privati, o comunque soggetti che agiscono *iure privatorum*, e che perciò fanno i propri interessi. Questo però non significa certo che essi siano liberi di fare ciò che vogliono: anche le contrattazioni fra privati infatti sono sottoposte al rispetto di regole giuridiche. Vero è comunque che il principio di fondo che informa di sé la disciplina dei contratti, anche in questo ambito, come si è

pure rilevato, è e rimane quello della autonomia negoziale<sup>182</sup>, con i soli limiti generalissimi del rispetto del canone del principio di buona fede e della necessità di incanalare le eventuali azioni a tutela dei propri diritti nel solco delle disposizioni che regolano il processo civile<sup>183</sup>.

Queste considerazioni, seppur banali, valgono non di meno per i mercati finanziari. Ed invero qui, gli interessi dei singoli contraenti (così si leggano anche i rapporti fra i diversi soci della società) dovranno confrontarsi e coesistere con interessi per dir così di natura superindividuale, quali l'interesse alla stabilità e quello al corretto funzionamento dei detti mercati, che talvolta, oltre a concorrere con quelli individuali dei singoli operatori, li assorbe in sé, tanto da rendere all'uopo necessaria una più rigorosa regolamentazione e, conseguentemente, un regime di controlli e di sanzioni<sup>184</sup>.

E nel quadro così delineato non può certo sfuggire che uno degli elementi portanti ed imprescindibili delle moderne società è la cosiddetta economia di mercato, la cui osservanza si fa dipendere, ora più che mai, da fattori

---

<sup>182</sup> Il tema del rapporto fra l'autonomia privata, che si esplica essenzialmente sul piano negoziale, ed i limiti posti dall'ordinamento a tutela di interessi ritenuti generali ha da sempre attratto l'attenzione della dottrina. Per tutti si vuole qui richiamare il recente A. CATAUDELLA, *I contratti – Parte generale*, Torino, 2009, 8 ss.

<sup>183</sup> Cfr. in questo senso anche R. RORDORF, *Sanzioni amministrative e tutela dei diritti nei mercati finanziari*, in *Le società*, 2010, 981.

<sup>184</sup> Sulle esigenze di natura economica che giustificerebbero la speciale regolamentazione dei mercati finanziari e sulle diverse possibili soluzioni si rimanda a R. COSTI – L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in AA. VV., *Trattato di diritto commerciale*, G. Cottino (diretto da), Padova, 2004, 5 ss.

sovrnazionali, manifestando all'un tempo la volontà di svincolarsi da un regime di interventi e di controlli unicamente imperniati sul diritto interno.

Restando, tuttavia, nell'ambito del diritto nazionale, è agevole constatare che alle diverse e più disparate patologie che possono evincersi nel mercato finanziario corrispondono altresì forme diverse e molteplici di reazione dell'ordinamento. Accanto alle tradizionali forme di tutela civilistica<sup>185</sup>, sempre attuali e sulle quali si tornerà nel prosieguo, devono affiancarsi strumenti conati dal diritto penale o appartenenti all'ambito del diritto amministrativo.

La compresenza di strumenti di reazione a disposizione dei privati e di strumenti azionati dalla pubblica autorità non deve certo sorprendere, ove si abbia presente quanto sopra osservato in ordine all'intreccio di interessi privati e dell'interesse pubblico nel funzionamento dei mercati finanziari e nella loro regolamentazione. Altro e diverso discorso deve farsi, poi, con riferimento al modo in cui essi si intersecano, talvolta sovrapponendosi, che contribuisce a creare non pochi problemi e a fare dei mercati regolamentati

---

<sup>185</sup> Alle quali, secondo taluni Autori [v. in questo senso, per tutti, C. ANGELICI, *Soci e minoranze nelle società non quotate*, in *Attività ed organizzazione. Studi di diritto delle società*, Torino, 2007, 146; già pubblicato in AA. VV., *La riforma delle società per azioni non quotate*, M. Porzio-M. Rispoli Farina-G. Rotondo (a cura di), Milano, 2000], potrebbero aggiungersi - limitatamente alle società che fanno appello al pubblico risparmio - le azioni collettive a disposizione del consumatore, di recente introduzione all'art. 140 bis del codice del consumo, con riferimento alla trattazione delle quali si rinvia, fra i tanti, a G. COSTANTINO, *La tutela collettiva risarcitoria 2009: la tela di Penelope*, in *Foro it.*, 2009, 388 ss.; Id., *Il nuovo volto della class action*, *ivi*, 2009, 383 ss.; STELLA, *L'enforcement nei mercati finanziari*, Milano, 2008, 233 ss.

una di quelle zone grigie in cui è difficile tracciare con precisione il confine fra tutela di diritto privato e diritto pubblico<sup>186</sup>.

Ora, per quanto interessa alla presente indagine deve rilevarsi che le modulazioni al diritto amministrativo di voto dei soci, e la sua soppressione, pongono problemi di non poco conto, da un lato, con riferimento al possibile ed eventuale conflitto in ordine all'interesse sociale, e quindi al conflitto potenzialmente configurabile fra i soci con diritto di voto e i soci che a qualsiasi titolo hanno disposto di tale diritto, e, dall'altro lato, con riferimento alla efficacia di tali patti limitativi del diritto in discorso. In altre parole si pongono, all'evidenza, due diversi ordini di esigenza di tutela. Per altro verso, si pone ancora<sup>187</sup> la questione di che tipo di tutela possano avere i soci che abbiano negoziato il diritto di voto con atti dispositivi, la cui ammissibilità abbiamo pure dimostrato nel capitolo precedente, in virtù proprio della riconosciuta ed affermata autonomia negoziale ovvero i soci aderenti alle convenzioni di voto.

E sembra porsi, sempre, la questione se per la tutela di tutti questi interessi non sia eccessivo un rimedio per dir così invalidante (che rischierebbe di

---

<sup>186</sup> Sulla possibilità di tenere ferma la distinzione fra diritto pubblico e diritto privato, sulle oscillazioni di significato che dette espressioni hanno avuto nel tempo e sull'alternata tendenza a privilegiare ora l'uno ora l'altro, a seconda dei momenti storici, sono ancora attuali le considerazioni di S. PUGLIATTI, voce <Diritto pubblico e privato>, in *Enc. dir.*, XII, 696 ss.

<sup>187</sup> La questione è, infatti, nota alla dottrina dagli albori. In tal senso confronta le tuttora attuali pagine di G. OPPO, *Contratti parasociali*, cit., loc. cit., che lo risolve riconoscendo ai patti parasociali esclusivamente la tutela obbligatoria.

travolgere una intera operazione e che quindi, qualora riconosciuto anche in base al possesso azionario di una singola azione, potrebbe dar comunque vita ad un evidente squilibrio nel calcolo costi-benefici di chi propone l'azione, rappresentando per questa via un incentivo per comportamenti opportunistici) o non ci si debba direttamente volgere a quei profili patrimoniali e, perciò, su un altro e diverso piano, *latu sensu* risarcitorio<sup>188</sup>. Cioè la tutela dei soci che non abbiano (più) il potere di *voice* nei confronti di coloro che, avendolo, potrebbero determinare le sorti dell'organismo sociale volgendolo al proprio esclusivo interesse, in danno di quei soci che tale potere non hanno.

Con riferimento alla prima questione vi è da fare preliminarmente la distinzione fra mezzi di tutela obbligatoria o risarcitoria, e mezzi di tutela cc. dd. reali.

A dire il vero, nelle pagine che precedono si è avuto modo di accennare alla tutela dei diritti dei soci. A questo punto è d'uopo prendere in considerazione specificamente il problema.

---

<sup>188</sup> Ipotesi del genere sono per vero contemplate nel nostro ordinamento laddove, trattandosi di tutelare interessi del socio di natura patrimoniale, la soluzione risarcitoria risulta perfettamente in grado di assorbire quella invalidante, non costituendo per il socio stesso alcun nocumento.

La dottrina maggioritaria<sup>189</sup> è dell'avviso che l'unica forma di tutela nei casi di patti parasociali che ci riguardano sia la tutela risarcitoria. Anche se non manca di riconoscere che, per certi aspetti, trattasi di una forma di tutela per dir così deminuta, che potrebbe magari essere di volta in volta rinforzata con opportuni accorgimenti.

La tutela obbligatoria è posta a protezione dei diritti dei soci e consiste nella insorgenza, in capo all'autore del fatto lesivo, dell'obbligo, meglio della obbligazione, di risarcire il danno.

L'affermazione merita più articolate argomentazioni. Da un lato si tratta di individuare con la maggiore approssimazione possibile, l'ambito dei diritti, possibili oggetto di lesione. Dall'altro lato, occorre definire quali possono essere e in che cosa possono consistere i cc.dd. fatti lesivi.

Si è ben consapevoli che il rimedio in discorso non è né il migliore né il più efficace. Ma la soluzione delle questioni appena poste potrebbe concorrere ad una certamente più soddisfacente risposta.

Quando si fa riferimento ai diritti oggetto possibile di lesione si fa parola senz'altro dei diritti nascenti per il socio da singole determinate convenzioni o, se queste mancano, si fa riferimento ad un più generico interesse, detto altrimenti, diritto soggettivo del socio all'ottimale funzionamento del meccanismo sociale. Dunque diritto soggettivo del socio di natura

---

<sup>189</sup> Cfr. per tutti G. OPPO, *Contratti parasociali*, cit., 129 s.; e più di recente L. SCHIUMA, *Controllo, governo e partecipazione al capitale*, cit., .



convenzionale o comunque diritto soggettivo del socio al corretto funzionamento della società.

I fatti lesivi di detti diritti sono costituiti ovviamente dai comportamenti posti in essere dai soggetti che possono esercitare, a vario titolo, il diritto di voto. Questi soggetti possono, così, rendersi autori della violazione dei diritti soggettivi di natura convenzionale o del diritto soggettivo al buon funzionamento della società.

A questo punto è da aggiungere che, come si è accennato, la tutela obbligatoria non è perfettamente esaustiva. Essa, infatti, comporta soltanto il risarcimento del danno e risulta fortemente limitata giacché, oltre al risarcimento del danno, non è diretta ad intaccare la validità, la integrità e la efficacia dell'atto. L'atto si conserva e produce tutti i suoi effetti naturali: esso siccome lesivo dei diritti del socio può portare soltanto al risarcimento del danno da questi provocato.

All'evidenza, viene costruita una categoria affatto ibrida, che può non trovare riscontro in altri istituti di teoria generale. Ci si potrebbe chiedere, infatti, come e perché un atto valido ed efficace possa portare al risarcimento del danno. E' a tutti noto che il risarcimento per via contrattuale e quello per via *extra*-contrattuale comportano sempre la presenza e la incidenza di un illecito. In questi casi, invece, l'illecito viene negato per definizione, a meno di non ritenere che l'atto, pur concretando un

illecito, resta integro, valido ed efficace e comporta soltanto il risarcimento del danno.

La superiore considerazione si coniuga perfettamente con l'altra, secondo la quale la tutela obbligatoria non concreterebbe una tutela piena ed esauriente. La constatazione è dovuta all'ibridismo della costruzione di una categoria di atti validi ed efficaci e tuttavia prodromo di risarcimento del danno.

Al riguardo, si potrebbe tentare di comporre l'apparente contrasto assumendo che la illiceità potrebbe non riguardare l'atto in sé, ma riguardare i suoi effetti nocivi. Il socio o il soggetto avente diritto di voto potrebbe porre in essere, come pone in essere, un atto valido ed efficace e comunque con detto atto arrecare pregiudizio alle ragioni del socio per cui esercita il diritto di voto.

Al fondo si staglia un ragionevole compromesso, reso necessario ancor di più dalla esigenza di tutela del mercato finanziario e della sua efficienza: per questi interessi dei singoli soci si sarebbe rivelato forse eccessivo un rimedio per dir così invalidante, con il conseguente travolgimento di una intera operazione di delibera assembleare, ritenendo più opportuno spostare quindi la tutela su un piano meramente risarcitorio. Si vuol dire che la tutela risarcitoria mira a ristorare il socio dei pregiudizi da lui sofferti, ma ha riguardo alla superiore esigenza di rispetto dell'interesse sociale, che si situa su un piano superiore rispetto a quello sul quale si situano i singoli diritti individuali dei soci.

## 2. La tutela reale: suoi limiti.

Simmetrica alla tutela risarcitoria è la tutela c.d. reale. Questa forma di tutela ha lo stesso oggetto della forma di tutela risarcitoria: anch'essa può riguardare diritti soggettivi del socio di carattere convenzionale e il diritto del socio all'interesse sociale.

La differenza di fondo fra i due diversi tipi di tutela sta in ciò, che la tutela reale va a cadere, diversamente dalla tutela risarcitoria, sulla validità e sulla efficacia dell'atto. Questo non si conserva integro, valido ed efficace, ma, in via di tutela, può addirittura travolto.

Uno dei problemi di particolare rilevanza si pone a proposito del rapporto fra il patto parasociale o l'atto di autonomia privata con il quale si dispone nelle misure più diverse del diritto di voto e il contratto sociale. La tutela può riguardare le vicende del patto parasociale o dell'atto, ma non può, secondo il tradizionale insegnamento<sup>190</sup>, giungere fino ad inficiare o in qualunque misura a riguardare le vicende del contratto sociale<sup>191</sup>. Il diverso

---

<sup>190</sup> In questo senso, *ex multis*, G. OPPO, *Contratti parasociali*, loc. cit.; G. COTTINO, *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, Milano, 1958, 263 ss.; e più di recente L. SCHIUMA, *Controllo, governo e partecipazione al capitale*, Padova, 1997, 96, la quale ritiene che la tutela obbligatoria, ossia da risarcimento del danno, possa in via esclusiva assistere i sindacati di voto.

<sup>191</sup> Seppure, secondo C. ANGELICI, *Le basi contrattuali della società per azioni*, in *Tipo – Costituzione – Nullità*, nel *Trattato delle società per azioni diretto da Colombo e Portale*, Torino, 2004, 143 ss., non tutto ciò che viene inserito nello statuto può essere considerato

avviso, peraltro pure proposto di recente in dottrina, porterebbe alla assurda conclusione che i soggetti che negoziano i patti parasociali potrebbero determinare il destino del contratto e quindi le sorti della società.

Trattasi di una tutela sicuramente molto più completa perché non si limita a disporre il risarcimento del danno, ma arriva (o può arrivare) alla demolizione integrale dell'atto.

E' questa la buona e sufficiente ragione perché si possano e si debbano nutrire perplessità circa la predicabilità di detto tipo di tutela. La incidenza che detta forma di tutela può assumere o può avere sui patti comporta lo stravolgimento dell'assetto eventualmente voluto dalla convenzioni, perché non si tratta di lasciare in vita l'atto e ripararne gli effetti pregiudizievoli, quanto si tratta piuttosto di colpire l'atto nella sua essenza.

L'avviso di cui sopra non risulta essere smentito neppure da quanto autorevolmente proposto<sup>192</sup> nel senso che “una ripercussione reale delle vicende del negozio accessorio sulla posizione delle parti nella società è in principio esclusa: una tale ripercussione potrà aversi solo in qualche ipotesi e precisamente in quanto tutti i soci siano al tempo stesso soggetti del rapporto accessorio”.

---

sociale ed avere portata reale e non obbligatoria, soprattutto laddove vengano incrinata le fondamentali tipologie della struttura societaria prescelta.

<sup>192</sup> Il riferimento è ancora e sempre a G. OPPO, *Contratti parasociali*, cit., 85 s.

Si pone così il problema concernente la efficacia da riconoscere ai patti conclusi fra tutti i soci<sup>193</sup>. In tal caso, poiché tutti i soci sono paciscenti e poiché la tutela reale è quella sicuramente più efficace, si tratta di verificare se si possa applicare detto tipo di tutela.

Né, d'altro canto, nel caso preso in esame sono avvertite le esigenze di bilanciamento e di tutela che giustificano, se non richiedono, in tutti gli altri casi l'applicazione della tutela obbligatoria. Se le considerazioni che precedono sono corrette, come sembra, non rileva allora il tipo di società alle quali risulti applicabile il tipo di tutela reale, seppure alle condizioni illustrate. La ricostruzione che si è prospettata, invero, e che la giurisprudenza ha espressamente omologato in talune recenti pronunce con riguardo alle sole s.r.l., pare possa correttamente estendersi anche ai casi in cui il patto parasociale sia stipulato fra tutti i soci di una s.p.a. In tal caso, sempreché l'esecuzione del patto che coinvolge tutti i soci non incide su terzi non soci è difficile sostenere che non sussistano le medesime esigenze di correttezza nei rapporti che giustificano il riconoscimento di una efficacia del contratto parasociale su quello sociale.

In tal caso, come è stato pure sottolineato, il collegamento fra contratto sociale e patto parasociale sembra poter assumere veste bilaterale<sup>194</sup>.

---

<sup>193</sup> Per la primigenia analisi del problema posto nel testo v. G. SANTINI, *Esecuzione specifica di accordi parasociali?*, in *Archivio Giuridico Filippo Serafini*, 1968, 487 s.

<sup>194</sup> Cfr. nel senso espresso nel testo G. LENER, *Profili del collegamento negoziale*, Milano, 1999, 5; L. SAMBUCCI, *Patti parasociali e fatti sociali*, Milano, 2005, 34 s.; R.

### 3. *Ipotesi di tutela giurisdizionale.*

Di recente è stata proposta a proposito della tutela dei diritti di coloro che partecipano ad un patto parasociale e di quei soggetti che abbiano stipulato un contratto dispositivo del diritto di voto la possibilità di agire o per via di tutela costitutiva o, addirittura, per via di tutela di urgenza. In particolare, è stato ritenuto che “non si può, a priori, escludere la possibilità di una esecuzione in forma specifica del vincolo parasociale (specie di voto)”<sup>195</sup>. La tesi riportata giustifica il ricorso alla tutela costitutiva e quello alla tutela di urgenza sull’assunto che, da un lato, non si tratterebbe di coartare la volontà di un soggetto, ma soltanto di dare esecuzione ad un precedente impegno negoziale assunto del tutto liberamente dal debitore, e, dall’altro, considerato che l’obbligo di voto assunto parasocialmente non rappresenti un obbligo di fare infungibile, insuscettibile pertanto di esecuzione in forma specifica<sup>196</sup>.

---

CLARIZIA, *I contratti nuovi*, in *Trattato di dir. priv.*, M. Bessone (diretto da), XV, Torino, 1999, 153 ss.

<sup>195</sup> Cfr. E. MACRI', *Patti parasociali e attività sociale*, cit., 225.

<sup>196</sup> Per l’ammissibilità dei provvedimenti di urgenza per gli obblighi di fare infungibili v. A. PROTO PISANI, voce <*Provvedimenti d’urgenza*>, in *Enc. giur.*, XXV, Roma, 1991, 18 s.; L. MONTESANO-G. ARIETA, *Diritto processuale civile*, III, Torino, 1999, 355; G. ARIETA, *Le tutele sommarie, il rito cautelare, i procedimenti possessori*, in *Trattato di diritto processuale civile*, L. Montesano-G. Arieta (a cura di), Padova, 2005, 646.

Cfr., ancora nel senso di ammettere questo tipo di tutela, A. CERRAI – A. MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 2003, 65 ss.; E. MACRI', *Patti parasociali e attività sociale*, cit., 228 e specif. 229, il quale però opera delle riserve nelle ipotesi in cui il

Senonché la teoria appena richiamata non pare condivisibile per tutta una serie di ragioni<sup>197</sup>.

Intanto essa non è perfettamente coerente con il dato formale. La piana lettura dell'art. 2932 cod. civ. comporta che si possa arrivare alla sentenza costitutiva che tenga luogo del contratto non concluso quando lo schema del contratto preliminare e quello del contratto definitivo vi sia una perfetta corrispondenza. In altre parole, il contratto preliminare deve essere munito e completo in tutti i suoi elementi, onde giustificare l'emissione della sentenza costitutiva<sup>198</sup>. Giova allora distinguere il caso in cui le modalità dell'effettivo esercizio del diritto costituiscano l'oggetto di una clausola specifica dal caso in cui nel contratto non vi è riferimento alcuno alle dette modalità.

Inoltre, proprio la denunciata non corrispondenza fra schema del "preliminare"<sup>199</sup> e volontà definitiva testimonia che al fondo motivo ostativo

---

patto "non abbia ad oggetto esclusivamente l'esercizio del diritto di voto per l'elezione di determinati soggetti alle cariche sociali, ma contenga, ad esempio, clausole in merito alla condotta futura dei membri designati dell'organo amministrativo"; R. LENER, *Appunti sui patti parasociali nella riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 52 s. Contra, però, G. RESCIO, *I sindacati di voto*, in AA.VV., *Trattato delle società per azioni*, Colombo-Portale (diretto da), Torino, 1994, 564 ss., il quale esprime notevoli perplessità sulla possibilità di ricorrere alla tutela apprestata dai principi desumibili dall'art. 2392 cod. civ. non potendosi "surrogare la necessaria presenza del socio in assemblea".

<sup>197</sup> Così G. COTTINO, *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, Milano, 1958, 263 ss.

<sup>198</sup> Cfr. L. MONTESANO, voce <Obbligo a contrarre>, in *Enc. dir.*,

<sup>199</sup> Seppure non costituisce certo un ostacolo il fatto che il patto parasociale non è un contratto preliminare, non essendo questo presupposto richiesto dal richiamato articolo.

di detta forma di tutela è l'interesse della società. Invero, l'ammissione di una volontà coattiva, espressa per la via della tutela specifica, potrebbe portare ad intaccare addirittura la portata del contratto sociale.

L'ammissibilità della tutela *ex art. 2932 cod. civ.* anche "in nome della migliore tutela degli aderenti al patto di voto"<sup>200</sup> è comunque da negare perché i detti contratti dispositivi del diritto di voto sono accessori e in ogni caso subordinati rispetto al contratto sociale.

D'altra parte, analoghe considerazioni potrebbero essere svolte a proposito della tutela di urgenza.

Fermo che è assolutamente inapplicabile alle ipotesi in cui si tratti di obbligo di fare infungibile, la tutela *ex art. 700 c.p.c.* potrebbe portare ad incidere direttamente sul contratto sociale. E' a tutti noto, infatti, che la esecuzione in forma specifica di un obbligo ineseguibile, meglio a prestazione infungibile, porta semmai al risarcimento del danno. In altre parole non si può predicare la possibilità che colui che pure ha assunto con un contratto parasociale, l'obbligo di voto, ancorché determinato nel contenuto, sia costretto a votare da un provvedimento di urgenza. L'assunzione di un

---

Così anche V. DOTTI, *Violazione dei patti di sindacato e strumenti di tutela: profili processuali*, in *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, Bonelli-Jaeger (a cura di), Milano, 1993, 161.

<sup>200</sup> Così G. RESCIO, *I sindacati di voto*, in AA.VV., *Trattato delle società per azioni*, C. Colombo-G.B. Portale (diretto da), Torino, 1994, 564 ss.



obbligo parasociale non vuol certo significare la possibilità dello stravolgimento della portata del contratto associativo.

Del resto, lo stesso tenore letterale dell'art. 700 c.p.c., laddove fa parola di danno irreparabile ed imminente, fa espresso riferimento alla necessità che lo schema della situazione sostanziale da tutelare corrisponda alla misura elargita in via di urgenza. Vero è che la recente riforma del processo civile ha portato a parlare di strumentalità attenuata<sup>201</sup> così come è altrettanto vero che si suole distinguere ai nostri giorni fra misura d'urgenza in via conservativa e misure di urgenza in via anticipatoria, ma è comunque vero e fondato che sia che si tratti di anticipazione sia che si tratti di conservazione occorre sempre la preesistenza di uno schema di diritto sostanziale assolutamente fungibile.

In proposito, non pare corretto ritenere che l'obbligo di voto concreti ed esprima un obbligo di tipo fungibile, anche ove si considerasse il contenuto assolutamente predeterminato. L'assunzione in via parasociale di un determinato obbligo nulla ha a che vedere con il contratto sociale giacché, pur determinandosi una certa veduta a livello parasociale, tuttavia possono verificarsi delle non corrispondenze fra questo tipo di patto e il contratto sociale.

---

<sup>201</sup> Cfr. sul punto R. CAPONI, *Provvedimenti cautelari e azioni possessorie*, in *Foro it.*, 2005, 135 s.; E. MACRI', *Patti parasociali e attività sociale*, cit., 232 s.

Quanto sopra potrebbe essere ripetuto, in limiti e termini, per tutti i contratti dispositivi del diritto di voto considerati.

#### 4. *La tutela degli azionisti senza diritto di voto. Il principio di buona fede.*

Quanto alla seconda delle questioni poste sopra, e cioè con riferimento al possibile ed eventuale conflitto in ordine all'interesse sociale, e quindi al conflitto potenzialmente configurabile fra i soci con diritto di voto e i soci che a qualsiasi titolo hanno disposto di tale diritto, si potrebbe correttamente ritenere che il sistema giuridico vigente già consente di pervenire in via interpretativa alla individuazione di una clausola che, seppur non espressa, comunque prescrive che (anche) nei rapporti sociali devono essere osservate sempre e comunque le regole della correttezza<sup>202</sup>.

Non si trascurano certo i limiti per dir interpretativi di una simile clausola di portata generale, che lascia, come noto, il più delle volte l'arduo compito applicativo ai giudici e all'interprete, attribuendo loro in definitiva il compito – non sempre facile – di determinarne i contorni e i limiti applicativi e concretizzarne di volta in volta il contenuto.

---

<sup>202</sup> Per vero vi è anche stata una proposta di legge di inserire nell'art. 2247 cod. civ. un ulteriore comma del seguente tenore: "Nei rapporti sociali devono essere osservate le regole della correttezza". Cfr. sul punto le illuminanti osservazioni di C. ANGELICI, *Rapporti sociali e regole della correttezza*, in *Attività e organizzazione. Studi di diritto delle società*, Torino, 2007, 213 s.; già pubblicato in *Giur. comm.*, 1992, .

Che si possa fare riferimento, anche con riguardo alla composizione dei vari interessi, talvolta contrastanti, che permeano i diversi rapporti sociali, ai principi generali rinvenibili nel nostro ordinamento della buona fede<sup>203</sup> e della correttezza<sup>204</sup> non sembra possa più essere revocato in dubbio .

Appare più proficuo e sicuramente più attuale affrontare in questa sede l'alternativa applicativa, dai notevoli risvolti pratici, se si debba fare riferimento al contratto sociale, e quindi ad ogni rapporto sociale che sia idoneo ad essere configurato come contrattuale, ovvero si debba fare – come si ritiene più opportuno – riferimento alla concreta posizione assunta dal singolo soggetto all'interno della organizzazione sociale.

Il risultato diverso al quale si può pervenire a seconda che si segua l'una piuttosto che l'altra delle scelte alternative appena illustrate è di evidente comprensione. Invero, se si sceglie la prima alternativa si giunge inevitabilmente a porre sullo stesso piano ogni socio, in virtù proprio di quel contratto sociale di cui all'art. 2247 cod. civ., giungendo inevitabilmente a considerare in maniera e misura omogenea, per non dire indifferenziata, le pure diverse posizioni dei singoli soci. E' ovvio che tale impostazione, per

---

<sup>203</sup> Cfr. sul punto ancora, fra i molti, R. RORDORF, *Sanzioni amministrative e tutela dei diritti nei mercati finanziari*, cit., 981.

<sup>204</sup> Dovuta la citazione del noto saggio di A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, Milano, 1987; ma v. anche, per più recenti informazioni, M. CASSOTTANA, *L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, Milano, 1991; e D. PREITE, *L'<abuso> della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992.

quanto di primo acchito possa sembrare la più corretta, pone non pochi problemi sul piano operativo: si arriverebbe per tale via a mettere sullo stesso piano il socio che abbia sottoscritto anche solo una azione senza diritto di voto, con il socio che detenga un pacchetto azionario ben più consistente, ma soprattutto che abbia il diritto di *voice* e, quindi, di governo della società. La seconda alternativa prospettata guarda, invece, alla concreta posizione del socio all'interno della organizzazione societaria, consentendo, in una prospettiva che ha sicuramente il pregio di essere più realistica e confacente alla realtà, una giusta differenziazione fra le diverse posizioni dei soci e di graduare, di conseguenza, i criteri di valutazione del loro comportamento.

Senza dire che questa opportuna differenziazione fra le diverse posizioni dei soci dovrebbero farsi anche con riguardo ai vari tipi societari. Appare corretto ritenere, invero, che anche con riferimento al concreto tipo di organizzazione societaria prescelto, e quindi anche, ad esempio, alla quotazione o meno sul mercato dei titoli<sup>205</sup>, è giusto aspettarsi un grado di correttezza e di buona fede diverso. In altre parole, questi valori di carattere generale, per non ottenere il risultato opposto, e per questo da rifuggire, di assurgere al ruolo di scatole vuote senza significato, devono essere

---

<sup>205</sup> Cfr. in questo senso C. ANGELICI, *Rapporti sociali e regole della correttezza*, cit., 218, il quale mette in evidenza il “ruolo tipologico della distinzione tra *public e close corporations*”, e della distinzione “tra società quotate e non quotate in borsa”, assegnato, quest’ultimo, dalla legge in materia di O.P.A. n. 149/1992, art. 13.

commisurati in concreto con parametri diversi che si riferiscono alla singola realtà

Per esempio, e per quanto qui interessa, al di là di ogni più ampia considerazione sistematica, appare all'evidenza diverso il compito di apprezzare e valutare il comportamento di un socio (di maggioranza) e, di conseguenza, di individuare gli effettivi limiti e termini della tutela da apprestare al socio di minoranza, a seconda che egli sia provvisto o meno, a diverso titolo, del potere di *voice* e di intervento nelle scelte organizzative e di gestione della società.

Se tutte le considerazioni che precedono sono fondate, non pare possa meravigliare, nell'esempio ora tracciato, che verosimilmente siano rinvenibili nelle diverse ipotesi altrettanto diversi parametri utilizzabili per la valutazione nel caso di specie dei comportamenti assunti dalla maggioranza.

Al fondo, sembra comunque possa e debba trattarsi di un dovere contrattuale, ovviamente da apprezzare alla stregua, come si è cercato di dimostrare, di criteri diversi, formulabili di volta in volta e caso per caso. Essa, dunque, e non già riconducibile, secondo schemi peraltro noti alla teoria generale, alla tradizionale *culpa in contrahendo*: ipotesi classica che

autorizza a parlare di “rapporti da contatto sociale”<sup>206</sup>, espressione invero ora abusata.

La discrezione del rimedio per il tramite del ricorso ai principi di buona fede e correttezza qui prospettata si rivela necessaria soprattutto a fronte del rischio di distorsioni che potrebbe aversi ove se ne predicasse una applicazione senza le dovute accortezze.

I termini della questione ora posta si colgono soprattutto in una serie di fattispecie che vengono ricomprese sotto l’etichetta dell’<abuso della minoranza>, e coinvolge in particolare il tema se e quando può affermarsi un obbligo di consentire a mutamenti del contratto sociale. Si tratta, in altre parole, della questione se e quando un comportamento meramente passivo possa e debba ritenersi contrario a quelle regole di correttezza.

E’ dato constatare, comunque, che per solito vengono attribuiti particolari poteri e facoltà ad alcuni soci, ma non è dato concludere che la attribuzione del detto peculio di poteri e di facoltà comporti necessariamente una situazione peggiore per il socio attributario e, dunque, una di lui posizione di maggiore tutela.

---

<sup>206</sup> *Contra*, però, nel senso che “per giustificare il porsi di un problema da risolvere secondo il canone della correttezza, non si tratti tanto di riferirsi formalmente al contratto di società, quanto di verificare in concreto la riconoscibilità fra le parti della specifica vicenda di quello che, riprendendo notissime formule di teoria generale, chiamerei un <contatto sociale>: un <contatto> il quale, ovviamente, può risultare dallo stesso contratto di società, ma non sempre e necessariamente in esso soltanto si risolve”, v. C. ANGELICI, *Rapporti sociali e regole della correttezza*, cit., 221.

### 5. *La legittimazione.*

La soluzione del problema di quale tutela possa essere elargita presuppone la soluzione della questione relativa alla legittimazione ad agire.

E' dato constatare, infatti, che oltre al soggetto munito del diritto di voto anche il soggetto che ne sia privo sia portatore di interessi e pertanto debba essere messo in condizioni di poterli tutelare.

Si tratta, allora, di sapere di quale tipo di legittimazione fruiscano tutti questi soggetti.

Secondo la tradizione dottrina più accreditata<sup>207</sup> di legittimazione ad agire può parlarsi in due sensi: legittimazione ordinaria e legittimazione straordinaria. Si ha la legittimazione ordinaria allorché la misura di tutela invocata la misura di tutela invocata corrisponde alla titolarità di un diritto o di un interesse. Si ha, invece, la legittimazione straordinaria quando ad agire può essere il soggetto che non sia portatore del diritto o dell'interesse.

Come si è rilevato, si possono avere soggetti portatori di diritti, quali i soggetti aventi diritti di voto, e soggetti portatori di un generico interesse al funzionamento della società, che non sono però muniti di diritto di voto.

---

<sup>207</sup> Cfr., per tutti e autorevolmente, E. FAZZALARI, *Istituzioni di diritto processuale*, Padova, 1996, 334 ss.; N. PICARDI, *Manuale del processo civile*, Milano, 2010, 148 ss.

Non è da revocare in dubbio che sia gli uni che gli altri possono agire in via di tutela con la seguente precisazione: mentre i soggetti muniti di diritto di voto chiedono la tutela di diritti propri ed individuati, i soggetti sforniti di diritto di voto chiedono la tutela di un generico interesse<sup>208</sup>.

Sorge allora la questione se gli uni e gli altri agiscono in via di tutela ordinaria o, invece, se i primi agiscono in via di tutela ordinaria ed i secondi agiscono in via di tutela straordinaria, cioè in via di sostituzione processuale<sup>209</sup>.

Se le premesse sono vere e fondate la conseguenza è una sola: tutti i soggetti di cui sopra agiscono indiscriminatamente in via di tutela ordinaria, giacché il soggetto legittimato all'esercizio del diritto di voto agisce per la tutela di un diritto peculiare e proprio, ma anche il soggetto privo di diritto di voto agisce per la tutela di un diritto proprio, seppure generico. In altre parole, sia che si agisca per un diritto specifico sia che si agisca per un diritto generico vi è sempre una corrispondenza fra tutela invocata e titolarità del diritto o dell'interesse.

---

<sup>208</sup> Cfr., per tutti, F.P. LUISO, *Diritto processuale civile*, ; G. BALENA, *Diritto processuale civile*, ; C. CONSOLO, *Spiegazione di diritto processuale civile*, ;

<sup>209</sup> V. già V. GARBAGNATI, *La sostituzione processuale*, Milano, 1942; e più di recente N. PICARDI, *La successione processuale*, Milano, 1964; C. PUNZI, *Il processo civile. Problemi e sistematiche*, Torino, 2010, I, ; G. BALENA, *Contributo allo studio delle azioni dirette*, Bari, 1990; E. FAZZALARI, voce <Sostituzione processuale>, in *Enc. dir.*, XLIII, 1990; G. VERDE, *Diritto processuale civile*, .



In effetti, gli estremi finiscono per toccarsi. Anche coloro<sup>210</sup> che guardano alla sostituzione processuale di cui all'art. 81 c.p.c. come ipotesi di legittimazione ordinaria, cioè come ipotesi di co-legittimazione ad agire, assumono tutto sommato che il sostituto processuale è portatore di un diritto proprio. Allo stesso modo, coloro<sup>211</sup> che assumono la carenza di titolarità di diritto in capo al sostituto processuale, finiscono poi per ipotizzare in capo ad esso una sorta di interesse generico: è il caso della legittimazione del sindacato dell'azione *ex art. 28* dello statuto dei lavoratori<sup>212</sup>.

In definitiva, coloro che sono titolari di diritto di voto e coloro che ne sono privi godono di legittimazione ad agire ordinaria, con la conseguenza che l'oggetto della impugnativa della delibera societaria ad opera di un soggetto munito del diritto di voto non confligge, né può confliggere, con l'oggetto dell'impugnativa della stessa delibera ad opera di un soggetto privo del diritto di voto. L'uno e l'altro finiscono per agire a tutela di un diritto o di un interesse proprio e comunque a tutela di un diritto diretto alla difesa del buon funzionamento societario.

#### 6. *La regola di neutralizzazione e la sua ricezione nel diritto comunitario.*

---

<sup>210</sup> V. in questo senso, *ex multis*, S. SATTA, *Commentario al codice di procedura civile*, Milano, 1959, I, ; C. PUNZI, *Il processo civile. Problemi e sistematiche*, cit.

<sup>211</sup> Il riferimento è qui a E. GARBAGNATI, , in *Riv. trim., dir. proc.*, ; L. LANFRANCHI, *Prospettive ricostruttive*, in *Riv. trim. dir. proc.*,

<sup>212</sup> Così L. LANFRANCHI, *Prospettive ricostruttive*, cit., .

In realtà l'introduzione nel diritto normativo della cd. regola di neutralizzazione era stata auspicata da più parti della dottrina<sup>213</sup>, la quale giungeva addirittura a ritenere ammissibile, giusta l'introduzione appunto di questa regola, anche per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio la facoltà di introdurre limiti all'esercizio del diritto di voto quali il voto massimo e il voto a scalere, allo stato espressamente vietati.

Il recepimento della discussa direttiva comunitaria concernente le offerte pubbliche di acquisto ha costituito l'occasione per introdurre nel nostro ordinamento la *breakthrough rule*, norma considerata in grado di innalzare il livello di contendibilità delle imprese nei mercati finanziari europei più di ogni altra<sup>214</sup>. In virtù di tale disposizione, tutte le restrizioni al trasferimento di titoli previste nello statuto della società emittente, nonché le restrizioni previste in accordi contrattuali correnti fra questa e i possessori di titoli o in accordi contrattuali fra i soci, non si applicano nei confronti dell'offerente nel periodo in cui l'offerta deve essere accettata e, con il verificarsi di determinate condizioni, anche quando l'offerta abbia avuto successo. La

---

<sup>213</sup> Cfr. L. CALVOSA, *La partecipazione*, cit., 187 ss.; C. SALOMAO FILHO-M. STELLA RICHTER jr., *Note in tema di offerte pubbliche di acquisto, ruolo degli amministratori e interesse sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1993, 142 ss.; E. DESANA, *Le azioni e il diritto di voto*, in AA. VV., *La riforma delle società*, S. Ambrosini (a cura di), Torino, 2005, 122 s.; D. U. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, 84.

<sup>214</sup> Cfr. A. ANGELILLIS-C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento della commissione europea*, in *Riv. soc.*, 2007, 1106, spec. 1159.

disciplina prevede, inoltre, che le restrizioni al diritto di voto previste nello statuto della società emittente rimangano prive di effetto nell'assemblea generale che decide su eventuali misure di difesa<sup>215</sup>. E, ancora, che le restrizioni al trasferimento dei titoli e ai diritti di voto non si applicano quando l'offerente arrivi a detenere almeno il 75% del capitale con diritto di voto.

Appare, dunque, subito evidente quale è la *ratio* sottesa all'istituto in discorso: assicurare un grado maggiore di contendibilità alle imprese sui mercati, esigenza nata dalla consapevolezza che le restrizioni di cui pure si è trattato avrebbero potuto portare, come il più delle volte accadeva, ad un forte ingessamento degli assetti proprietari, ostacolando la contendibilità del controllo societario, anche in ambito europeo.

La fondamentale importanza di tale disposizione, o meglio di quello che era l'intento del legislatore comunitario, prima, e nazionale, poi, risulta anche dai lavori successivi alla approvazione della direttiva che espressamente considerano detta regola a *radical tool to facilitate takeovers a sit makes certain restrictions (e.g. share transfer or voting restrictions) inoperabile during the takeover period and allows a successful bidder to easily remove the incumbent board of the target company and modify its artiche of association. Based on the principle of proportionality between capital and*

---

<sup>215</sup> E nel corso di tale assemblea, negli ordinamenti in cui sono ammesse, le azioni a voto plurimo comunque conferiscano un solo voto.

*control, this rule overrides multiple voting rights at the general meeting authorising post-bid defensive measures as well as the first general meeting following a successful takeover bid*<sup>216</sup>.

Tuttavia, se sono evidenti le intenzioni del legislatore che ha proceduto al recepimento nel nostro ordinamento della regola in discorso, rimane da valutare, a fronte dell'ampio grado di libertà lasciata ai singoli Stati membri dei termini e dei tempi in cui recepire la direttiva europea, se e quanto la direttiva ha poi reso maggiormente contendibili le società europee, come si era auspicato in sede di riforma<sup>217</sup>.

Attualmente anche nel nostro ordinamento, a seguito del d.l. n. 185/2008 e del d. lgs. n. 146/2009, l'art. 104-*bis* T.U.F., che disciplina la regola di neutralizzazione, ne prevede una applicazione facoltativa e non più obbligatoria, garantendo allo statuto delle singole società la più ampia facoltà di scelta.

Se da una parte, è sembrato giusto che il legislatore italiano tornasse sui propri passi per rendere facoltativa l'applicazione della *breakthrough rule*, poiché altrimenti sarebbe stata elevata la sperequazione con gli altri Stati membri che, eccezion fatta per l'Estonia e la Lituania, avevano tutti recepito

---

<sup>216</sup> Cfr. in questo senso *CommissionStaffWorkingDocument, Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, Brussels, 21-02-2007, Sec (2007) 268, 5.

<sup>217</sup> In tal senso v. anche M. STELLA RICHTER jr., *A proposito della direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche di acquisto e dei suoi interpreti*, in *Profili attuali di diritto societario europeo*, G. Ferri jr.-M. Stella Richter jr. (a cura di), Milano, 2010, 6 ss.

la regola nel senso di renderne comunque facoltativa l'applicazione, dall'altro, non si può certo tacere che la scelta di rimandare all'autonomia privata l'eventuale inserimento nello statuto ha forse contribuito a legittimare l'eliminazione di questa disposizione<sup>218</sup>.

Ed invero, la disciplina della regola di neutralizzazione, e quindi per essa la sterilizzazione delle azioni a voto plurimo, quanto agli ordinamenti che ne contemplano l'emissione, e l'inefficacia delle limitazioni all'esercizio del diritto di voto, pure convenzionalmente pattuite, avrebbe dovuto, in ambito comunitario, fare sistema con la normativa riconducibile al principio *one vote-one share*<sup>219</sup>, offrendo questo tipo di rimedio "eccezionale" ai soci che fossero a qualsiasi titolo sprovvisti del diritto di voto, tentando di riportare al criterio della proporzionalità esperienze societarie che in concreto avessero scelto, con i mezzi messi a disposizione dal proprio ordinamento, di discostarsene.

E' vero pure che l'istituto in discorso viene guardato con un certo sospetto poiché, al di là delle proclamate finalità, potrebbe risolversi in una clausola in grado di aumentare effetti di ristrutturazione della catena di controllo

---

<sup>218</sup> Cfr. sul punto ancora A. ANGELILLIS-C.MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento della commissione europea*, cit., 1162, in cui dagli autori viene definito un caso di "race to the bottom" dell'ordinamento giuridico che riflette, appunto, un abbassamento della qualità della disciplina.

<sup>219</sup> V. in questo senso anche R. MAGLIANO, *La regola di neutralizzazione e le deviazioni dal principio di proporzionalità tra rischio e potere: ancora dubbi sulla compatibilità comunitaria della legislazione italiana sui poteri speciali*, cit., 62.

delle società, tali da rendere meno trasparenti gli assetti proprietari, in particolare con il ricorso a strutture piramidali o a *holding* in funzione di patto parasociale<sup>220</sup>, che non rientrerebbero nel campo di applicazione della norma.

Ciò, ovviamente, nella consapevolezza che la disciplina delle società aperte dovrebbe essere ispirata all'obiettivo di rendere le stesse società "scalabili" e dovrebbe poter consentire un cambiamento e un avvicendamento, anche non consensuale, del gruppo di controllo e della gestione delle stesse società, a maggior ragione nei casi in cui si manifesti un governo dell'impresa non efficiente.

Ciò che andrebbe scongiurato, nelle società aperte, è che il pur legittimo obiettivo della creazione di forme coalizionali o di posizioni di controllo si riveli tale da inibire l'esercizio della supervisione trasparente e continua da parte degli altri proprietari, con l'evidente innegabile conseguenza di sottrarre la coalizione di controllo alla possibilità, ove lo si ritenga, di essere disarticolata e rimpiazzata.

Dunque la facoltà rimessa ai legislatori dei singoli Stati membri di inserire facoltativamente tale normativa evidenzia forse che, nonostante gli sforzi del legislatore comunitario circa l'affermazione del principio *one vote-one*

---

<sup>220</sup> Cfr. sul punto il parere della Commissione Finanze del Senato, del 25 ottobre 2007, fruibile anche sul sito [www.senatodellarepubblica.it](http://www.senatodellarepubblica.it).

*share*, i singoli Stati membri non hanno ancora dimostrato un consenso, prima ancora politico, per l'introduzione generalizzata di tale principio.

Ad un primo bilancio, si potrebbe rilevare che bene ha fatto il legislatore italiano a rendere l'applicazione di questa norma facoltativa, demandandone nella pratica la valutazione e la scelta ai singoli statuti. Essa all'origine era stata, infatti, recepita in termini discriminatori rispetto agli altri Stati membri, con la conseguenza che sarebbero venute ad essere pregiudicate le imprese italiane.

Senza dire che la scelta attuale del legislatore, che, come accennato, ha ricondotto l'applicazione nell'alveo della autonomia negoziale, sembra essere maggiormente in linea con il mercato dei titoli azionari ed il suo sistema. Invero, anche il recepimento della regola in discorso da parte del singolo statuto può essere apprezzato come uno dei tanti indici che hanno conseguenze sui prezzi dei titoli azionari sul mercato e sulla appetibilità degli stessi da parte degli investitori.

*7. segue. Il rapporto con l'emissione di azioni speciali e con gli atti dispositivi del diritto di voto.*

La disciplina in discorso si applica quando sia promossa un'OPA o un'OPS avente ad oggetto titoli emessi da società quotate italiane, con esclusione

delle società cooperative<sup>221</sup> e consiste in una neutralizzazione in pendenza di offerta e successivamente alla sua conclusione, di talune cd. barriere tecniche tali da depotenziarne la funzione antiscalata. La norma distingue le ipotesi in cui la neutralizzazione operi in pendenza di offerta o in un momento ad essa successivo: nel primo caso, sono dichiarate inefficaci nei confronti dell'offerente le limitazioni statutarie al trasferimento dei titoli e dunque le clausole normalmente neutralizzabili dovrebbero essere quelle di prelazione o quelle di gradimento<sup>222</sup>. Il regolamento di Borsa Italiana non ammette titoli non liberamente trasferibili: dunque la neutralizzazione sarà applicabile alle restrizioni su titoli non quotati di società quotate. Inoltre, per quanto qui maggiormente interessa, nella assemblea eventualmente convocata per porre in essere tecniche di difesa, sono dichiarate inefficaci nei confronti dell'offerente le eventuali limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o nei patti parasociali o nei contratti dispositivi del diritto di voto, conclusi dopo l'entrata in vigore del d. lgs. n. 229/2007. Si vuole tutelare, per questa via, l'interesse degli azionisti ad esercitare il diritto di concorrere alla decisione in merito alla offerta, liberi da ogni tipo di vincolo che possa condizionarne il voto. Poiché, come è stato messo in luce nel capitolo precedente, soprattutto a seguito del d.lgs. n. 37/2004, numerose

---

<sup>221</sup> Per ulteriori approfondimenti in tema di applicabilità della regola in discorso alle banche cooperative e di credito cooperativo si rinvia a E. ROSATI, *La nuova disciplina delle tecniche di difesa nelle opa ostili*, in *Le Società*, 2009, 567.

<sup>222</sup> Di tutta evidenza le ragioni: la presenza di vincoli di prelazione potrebbe invero scoraggiare il lancio dell'OPA da parte di un potenziale scalatore, sussistendo il concreto rischio che un rilevante quantitativo di azioni non venga posto sul mercato.



disposizioni del T.U.F. legittimano a ritenere la possibilità di creazione di diversi tipi di categorie di azioni sprovviste del diritto di voto, sembra corretto ritenere che i rimedi eccezionale previsto dall'art. 104-*bis* possa applicarsi anche a tali categorie di azioni speciali, sprovviste del diritto di voto, ovvero con diritto di voto compresso o condizionato.

L'art. 104-*bis* prende anche in considerazione le ipotesi in cui il diritto di voto è limitato da sindacati di voto, pur non soffermandosi espressamente sulle limitazioni al trasferimento dei titoli azionari che derivino dalle dette convenzioni di voto. Con riferimento ai patti parasociali che limitino la libera trasferibilità dei titoli è prevista l'applicazione dell'art. 123, co. 3, T.U.F., in virtù del quale è consentito ai paciscenti che ritengano di aderire alla offerta di recedere dal patto. La novità, nonostante le apparenze, è meno rilevante di quanto possa sembrare. Invero, il T.U.F. già consente ai soci della società bersaglio di recedere senza alcuna conseguenza dai patti parasociali che li vincolano, rendendoli in questo modo inutili baluardi contro il rischio di future scalate.

Senza dire, ancora, che il nostro ordinamento vieta le principali difese preventive, cioè i massimali di voto, le clausole di prelazione e quelle di gradimento, nonché l'emissione di azioni a voto plurimo. E senza contare che ciò deve essere letto in stretto collegamento con quanto già previsto nella recente riforma del diritto delle società di capitali, in tema di recesso. E' a tutti noto, infatti, che è stata in questo modo ampliata la tutela del socio a liquidare il proprio investimento che bene si inserisce nel più generale

ambito di una normativa volta ad evitare che costui possa restare “prigioniero del suo titolo”<sup>223</sup>, consento gli per tale via di realizzare quell’interesse all’agevole disinvestimento che costituisce uno dei motivi principali della scelta della società per azioni e della sua diffusione. Anche il recesso appare, dunque, funzionale non già alla tutela dell’interesse del singolo socio a disfarsi della propria partecipazione per aderire ad un’OPA, bensì alla garanzia di maggiore tutela del mercato, alla sua apertura e alla sua contendibilità. Evidenti, al fondo, le finalità della normativa in discorso e la sua incidenza anche sulle convenzioni limitative del diritto di voto. Per un verso, essa mira a comprimere l’incidenza che detti accordi possono avere rispetto alla circolazione dei titoli e, per altro verso, essa mira per questa via, ad eliminare le eventuali barriere che dovessero di fatto ostacolare la riuscita di un avvicendamento al vertice di comando della società.

---

<sup>223</sup> Sulla normativa del recesso dopo la riforma v. E. LOFFREDO, *Recesso del socio*, in AA. VV., *Codice civile commentato*, G. Alpa-V. Mariconda (diretto da), Milano, 2005, 1649 ss.; S. MASTURZI, *Sub art. 2437*, in AA. VV., *La riforma delle società*, M. Sandulli-V. Santoro (a cura di), Torino, 2003, 84 ss.; A. PACIELLO, *Il diritto di recesso nella s.p.a.: primi rilievi*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, 417; R. RORDORF, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Le società*, 2003, 927 ss.