

UNIVERSITÀ COMMERCIALE "LUIGI BOCCONI"

Dottorato di ricerca in Diritto Commerciale

I LIMITI STATUTARI AL DIRITTO DI VOTO
NELLE SOCIETÀ PER AZIONI

Comitato Tesi:

Chiar.mo Prof. Roberto WEIGMANN

Chiar.mo Prof. Giuseppe ZANARONE

Chiar.mo Prof. Luigi Arturo BIANCHI

Tesi di Dottorato di:
Alessandro POMELLI

XVI CICLO

Introduzione

Che il diritto di voto sia il più significativo fra i diritti che l'ordinamento delle società per azioni accorda al socio è osservazione diffusa e unanimemente condivisa.

Per sottolineare l'importante ruolo che il diritto di voto del socio ricopre nell'ordinamento delle società per azioni è sufficiente ricordare che attraverso l'esercizio di questo diritto il socio partecipa alla vita sociale, condiziona l'amministrazione della società, difende e valorizza il proprio investimento. Dall'esercizio del diritto di voto in assemblea per la nomina delle cariche sociali derivano l'impulso periodico che attiva la macchina amministrativa e l'approvazione periodica della politica di gestione attuata dagli organi direttivi. Con l'esercizio del diritto di voto si modificano le basi organizzative della società fissate nell'originario contratto istitutivo, quando nuove esigenze richiedono un adeguamento della struttura sociale. Lo studio della disciplina del diritto di voto è pertanto imprescindibile per giungere alla piena comprensione del funzionamento della società, delle relazioni fra gli organi sociali e dei rapporti di forza fra i soci stessi.

La riforma del diritto societario è intervenuta in maniera significativa sulla disciplina del diritto di voto secondo due direttrici fondamentali. In primo luogo, essa si è posta l'obiettivo di riservare ai contraenti la più ampia libertà nella definizione dei meccanismi di distribuzione dei diritti di voto fra i soci. Gli spazi concessi all'autonomia statutaria in materia hanno raggiunto una dimensione sconosciuta alle società soggette alla disciplina del codice civile del '42. Ad un primo sguardo la politica di *deregulation* adottata dal legislatore della riforma sembrerebbe quasi segnare un ritorno all'esperienza dei codici di commercio previgenti, dove però la libertà statutaria in materia di voto (e di numerosi altri istituti) era, più che il segno di un'attenta riflessione dottrinale, il portato tangibile della relativa giovinezza del diritto delle società di capitali, la cui prima sistemazione compiuta risaliva, almeno per quanto concerne l'Europa continentale, ai codici napoleonici di inizio '800.

A ben vedere, tuttavia, la storia del diritto societario rivela tante analogie quante differenze, queste ultime conseguenza naturale di un diverso clima culturale e, potremmo dire, anche politico. Di un ritorno al passato si può parlare con riferimento ad alcune delle possibilità, oggi di nuovo concesse, di deviazione dal principio un'azione, un voto, della legittimità di alcune delle quali (ad esempio, delle limitazioni al diritto di voto in considerazione della persona del socio, oggetto del presente lavoro) si era dubitato nel vigore della disciplina del codice del '42. Una decisa presa di distanza dal passato si

rinviene nella possibilità di sottrazione del diritto di voto ai soci. Nel corso dell'800 il voto era considerato un attributo ineliminabile della qualità di socio. L'autonomia negoziale poteva scegliere di riservare ad alcuni soci diritti di voto multipli ovvero limitarne o graduarne per tutti l'esercizio in relazione ai possessi azionari. A ciascun socio, però, doveva essere garantita la titolarità di almeno un voto. Né era prevista una circolazione dei diritti di voto in favore di soggetti non soci, sebbene titolari di pretese reali sulle azioni, come il creditore pignoratizio o l'usufruttuario. Questa concezione s'inseriva nella più ampia ideologia del liberalismo ottocentesco, imperniato sul riconoscimento dei diritti individuali insopprimibili del singolo, tanto nei confronti dello Stato quanto nei confronti degli enti privati.

Parallelamente, il voto era concepito come uno strumento da esercitarsi nell'interesse superiore della società. Accanto al diritto di non essere privati della possibilità di presenziare alle assemblee si collocava il dovere di votare non, come oggi pacificamente si ritiene, secondo il proprio interesse purché non configgente con l'interesse sociale, bensì nell'interesse dell'impresa come istituzione sovraordinata alle (e indipendente dalle) persone dei soci.

Nel corso degli anni, l'affermarsi della consapevolezza dell'irrelevanza per alcuni tipi di soci della titolarità del diritto di voto e della maggiore attenzione verso gli aspetti patrimoniali dell'investimento ha contribuito a far cadere il dogma del voto come attributo imprescindibile dello *status* di socio. Il codice civile del '42 ha proposto una timida apertura consentendo l'emissione di azioni con diritto di voto limitato alle sole assemblee straordinarie. Il passo decisivo venne compiuto nel '74 con la creazione della categoria delle azioni di risparmio per le società quotate; azioni che, pur conferendo al loro titolare la qualità di socio, sono del tutto prive del diritto di voto. Un dato costante è stato sin dall'inizio dell'esperienza legislativa sulle azioni a voto limitato il riconoscimento di diritti patrimoniali privilegiati rispetto a quelli goduti dagli azionisti ordinari, a compensazione della limitazione o privazione del diritto di voto.

La riforma del 2003 porta a compimento questo percorso evolutivo laddove consente a tutte le società l'emissione di azioni prive del diritto di voto e scioglie, contestualmente, il legame tra limitazione e privazione del diritto di voto e riconoscimento di privilegi patrimoniali, che pertanto non devono più essere attribuiti a compensazione della riduzione o sottrazione del potere deliberativo. Questo punto d'arrivo non costituisce, per certi versi, che la conseguenza dell'enfatizzazione della dimensione contrattuale del fenomeno societario. Ciò non significa, necessariamente, che si sia giunti ad una

svalutazione del diritto di voto, che rimane il primo e più importante diritto dell'azionista. Piuttosto si consolida il principio secondo cui il diritto di voto può divenire materia di scambio nell'ambito di una contrattazione privata fondamentalmente libera da vincoli legali.

I soci, in quanto parti contraenti, hanno il diritto di esercitare il diritto di voto nel loro migliore interesse e non in un interesse superiore, predefinito, della società per il semplice motivo che l'interesse della società consiste nell'interesse comune dei soci, la cui maggioranza se ne rende interprete in fase deliberativa. Se il voto è concesso e può essere esercitato dal socio nel suo personale interesse, purché con modalità non configgenti con l'interesse comune di tutti i soci, allora il singolo socio può anche deliberare di non esercitare il voto di cui è titolare ovvero di rinunciarvi una volta per tutte negoziando, eventualmente ma non necessariamente, una contropartita economica. La rinuncia ad imporre per legge un bilanciamento tra diritti amministrativi e diritti patrimoniali, nel (tradizionale) senso di un obbligatorio accrescimento dei secondi al cospetto di una riduzione dei primi, costituisce la seconda rilevante novità della riforma.

La condotta dei gruppi di controllo delle società italiane ha peraltro suggerito di non ripristinare la facoltà di emissione di azioni a voto plurimo, al fine di prevenire il pericolo di una cristallizzazione degli assetti proprietari non accompagnata da investimenti proporzionali da parte di coloro in favore dei quali tale stabilizzazione si realizza. L'obiettivo perseguito rimane quello di privare l'autonomia statutaria di uno strumento potenzialmente e storicamente foriero di inefficienze gestionali, anche se, in realtà, l'inefficienza gestionale non deriva di per sé dall'assegnazione di un voto più che proporzionale alla misura dell'investimento quanto dalla possibilità, che il sistema accorda al soggetto di controllo, indipendentemente dalle modalità attraverso cui il controllo è acquisito, di estrarre elevati benefici privati (cioè non condivisi dalla generalità dei soci) dalla situazione di dominio sulla società. Per queste ragioni, in altri ordinamenti, più efficaci nell'esigere dai gruppi di controllo comportamenti conformi all'interesse di tutti i soci, dell'eliminazione del voto plurimo non si è ravvisata la necessità, pur nella consapevolezza diffusa che tale istituto è guardato con sfavore dagli investitori finanziari, perché potenzialmente preclusivo di una circolazione non concordata delle partecipazioni di controllo.

Numerosi sono i profili della disciplina del diritto di voto che richiederebbero approfondimento.

Del diritto di voto si può discorrere sotto il profilo della legittimazione al suo esercizio, della sua attribuzione a soggetti non soci, della sottoponibilità dello stesso a vincoli di natura parasociale e sotto numerosi altri profili ancora. Su ciascuno di questi aspetti la riforma è intervenuta in maniera incisiva, avendo di mira oltre che la concessione ai soci della libertà di scegliere i meccanismi di allocazione dei diritti di voto meglio rispondenti alle loro esigenze anche l'obiettivo di facilitarne l'esercizio. Ciascuno di questi aspetti meriterebbe pertanto un attento esame.

In questa sede si è scelto di trattare la questione delle limitazioni statutarie al potere di voto in considerazione della persona del socio, per l'interesse che suscita l'intersezione dei profili oggettivi della partecipazione azionaria, attinenti ai diritti che scaturiscono dalle singole unità azionarie, con i profili soggettivi del possesso azionario, attinenti alla posizione partecipativa complessiva del singolo socio, considerato quindi non come mero titolare di tante partecipazioni quante sono le azioni di cui è titolare ma piuttosto come destinatario di una serie di diritti e limitazioni che gli derivano dalla qualità di socio proprietario di un determinato unitario pacchetto azionario.

La considerazione del possesso azionario, anziché della partecipazione atomistica, non è del resto una novità della disciplina delle società per azioni. Non solo, infatti, in passato si discorreva abitualmente dello *status* di socio e dei diritti individuali intangibili che da questo *status* si pretendeva far derivare. Anche la moderna legislazione in materia finanziaria e di mercati mobiliari, laddove pone obblighi in materia di comunicazione di partecipazioni rilevanti e di offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie come conseguenza dell'accumulo di determinate quote azionarie o divieti di acquisto di partecipazioni incrociate superiori a determinate soglie o di partecipazioni qualificate in imprese a statuto speciale senza l'autorizzazione delle autorità di vigilanza, svela l'interesse e l'attenzione dell'ordinamento non solo per la partecipazione azionaria atomisticamente considerata ma anche per il ruolo che può venire ad assumere il socio in base all'ammontare complessivo della sua partecipazione.

Inoltre, il tema dei limiti al voto, come deviazione dalla regola capitalistica del voto proporzionale all'ammontare dell'investimento, porta a riflettere sulla portata del concetto di democrazia azionaria, tanto invocata quanto di dubbia rilevanza giuridica.

L'istituto dei limiti al voto non rappresenta nemmeno una novità nel variegato mondo delle legislazioni societarie internazionali. Di fatto costituisce una novità per l'ordinamento italiano, che lo aveva, come è stato accennato, abbandonato. Sebbene un suo ritorno agli "antichi splendori" non pare verosimile per il divieto di utilizzo dello

stesso nelle società aperte e per l'ostilità degli investitori nei confronti di ogni deviazione dalla regola un'azione, un voto, ciò non significa che esso non possa rivelarsi di una qualche utilità nel settore della società chiuse, che vogliono sfuggire alla soggezione ad un controllo solitario o al controllo esercitato da un ristretto gruppo di soci. Per queste ragioni sarà opportuno valutarne l'impatto sul funzionamento della società e la correlazione con gli altri profili attinenti all'esercizio del diritto di voto.

[T]he rule of "one share, one vote" represents an aberration in historical development, is widely departed from in other countries, facilitates trafficking in control and the development of unhealthy conglomerates, is vesting increasing power in the hands of financial managers who have neither the desire nor the ability to exercise it, inhibits democratic decision making on important social and economic issues, and is of dubious constitutionality

D.L. Ratner

While shareholders as a class typically have the best incentives to maximize firm value, not all shareholders are identical. Those with a large stake in the venture have much better incentives than those with a tiny stake because they reap more of the gains and bear most of the costs from abnormally good or bad performance. The rule of the one share, one vote reflects this economic reality by assigning votes, and thus the ability to monitor the managers, in direct proportion to shareholders' stake in the venture

D.R. Fischel

CAPITOLO PRIMO

IL PRINCIPIO «UN'AZIONE, UN VOTO» NELL'EVOLUZIONE STORICA DEL DIRITTO DELLE SOCIETÀ PER AZIONI

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. L'origine storica del principio «un'azione, un voto». – 3. La disciplina del diritto di voto nel codice di commercio francese del 1807 e nei codici di commercio italiani pre-unitari. - 4. La disciplina del diritto di voto nei codici di commercio italiani del 1865 e 1882. – 5. Il diritto di voto dell'azionista nel codice civile del 1942.

1. Premessa.

Con l'espressione convenzionale «un'azione, un voto» si suole fare riferimento, in maniera sintetica ma efficace, ad alcuni fra i più significativi aspetti dell'organizzazione della società per azioni, così come essa è disciplinata nell'ordinamento italiano e nei più rilevanti ordinamenti societari esteri.

In primo luogo, tale espressione denota che il diritto di voto nell'assemblea dei soci è un attributo della partecipazione azionaria. È l'azione, quindi, lo strumento di partecipazione ad una società che incorpora il diritto di esprimere il voto in assemblea. Abilitato a votare sulle materie di competenza dell'assemblea è, perciò, di regola, il titolare dell'azione. In secondo luogo, tale espressione precisa che la singola azione è portatrice, tendenzialmente, di un solo voto. La titolarità di un'azione conferisce quindi la titolarità di un solo voto.

Il principio secondo cui, di regola, ogni azione dà diritto ad un voto in assemblea è, oggi, condiviso da tutti gli ordinamenti societari dei Paesi economicamente più sviluppati. Tuttavia, le disposizioni normative nelle quali tale principio è venuto a tradursi sono sempre apparse più norme di indirizzo che norme realmente cogenti, e perciò indicative della concreta realtà societaria.

Nel passato, innanzi tutto, l'ordinamento italiano delle società anonime assegnava agli azionisti il diritto di voto ma rimetteva agli statuti la determinazione quantitativa dei diritti di voto in concreto a loro spettanti. Gli statuti potevano perciò, da un lato, limitare ad un ammontare massimo il numero dei voti esercitabili dagli azionisti in considerazione dell'ammontare di azioni da ciascuno detenute. Potevano, inoltre, introdurre il voto c.d. "a scalare", cioè un sistema di voto che mantiene una relativa proporzionalità fra numero di azioni detenute e numero di voti a disposizione ma ne altera il rapporto in misura più o meno accentuata. Gli statuti, d'altra parte, potevano autorizzare l'emissione di azioni a voto plurimo, vale a dire azioni incorporanti un numero multiplo di diritti di voto.

La regola secondo cui ogni azione attribuisce il diritto di voto è stata sancita espressamente soltanto con il passaggio dal codice di commercio del 1882 al codice civile del 1942. L'art. 2351 c.c., oggetto di ampia rivisitazione da parte del decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6 (di seguito, d.lgs. n. 6/2003), adottava contemporaneamente altre due disposizioni significative in materia di diritto di voto. Sanciva, da un lato, il divieto di emissione di azioni a voto plurimo e, dall'altro, autorizzava l'emissione di azioni (privilegiate sul piano patrimoniale ma) portatrici del diritto di voto soltanto nelle assemblee straordinarie. Alcuni decenni più tardi, la l. 7 giugno 1974, n. 216 (di seguito, l. n. 216/1974), nel quadro di una politica legislativa tesa ad incentivare l'afflusso del pubblico risparmio verso le società con azioni quotate alla borsa valori, creava la figura delle azioni di risparmio, dotate di privilegi patrimoniali legislativamente prefissati a compensazione della totale privazione del diritto di voto.

L'art. 2351, nel testo introdotto dal d.lgs. n.6/2003, liberalizza la disciplina statutaria del diritto di voto in una misura sconosciuta al codice civile del 1942 e alla legislazione successiva, "sacrificando" anche il diritto di partecipazione per eccellenza alle esigenze di flessibilità organizzativa proprie della moderna società per azioni. Un diritto di voto su argomenti specificamente indicati può essere peraltro attribuito alla nuova categoria degli strumenti finanziari partecipativi, rompendo con la tradizione che voleva il diritto di voto riservato esclusivamente alla categoria degli azionisti. Inalterate sono rimaste la disposizione di principio per cui ogni azione reca il diritto di voto ed il divieto di emissione di azioni a voto multiplo.

Il quadro internazionale è complesso e variegato. Dall'analisi comparatistica del diritto delle società per azioni dei Paesi europei e degli Stati federali americani emerge un'estesa facoltà per i soci di modulare a loro piacimento il rapporto fra azioni emesse e diritti di voto collegati. L'esperienza estera rivela la legittimità e l'esistenza di azioni a voto escluso, a voto limitato, a voto condizionato al verificarsi di particolari circostanze, a voto plurimo. Diffuso è il riconoscimento della legittimità di limitazioni statutarie ai diritti di voto esercitabili dagli azionisti. In alcuni Stati americani il diritto di voto può essere ricollegato anche ad emissioni obbligazionarie. Nel Regno Unito, si constata la prassi di fissare in determinati contratti di finanziamento di particolare rilievo il diritto dei creditori di nominare un loro rappresentante nel consiglio di amministrazione della società debitrice. La sensazione che se ne ricava è perciò quella che il principio «un'azione, un voto», per le numerose eccezioni cui è odiernamente esposto, abbia perso, o meglio non abbia mai conseguito, un carattere propriamente imperativo né abbia assunto una capacità

realmente descrittiva del fenomeno societario. Pare piuttosto aver acquisito, in definitiva, il carattere di regola residuale.

Obiettivo del presente lavoro è quello di esaminare la funzione, l'operatività e la disciplina dei limiti statuari al diritto di voto (nella versione del "tetto" massimo al numero di voti disponibili e del c.d. "voto scalare"). Quello della limitazione statutaria è istituto che deroga al principio per cui ogni azione dà diritto ad un voto sotto il profilo non oggettivo, relativo cioè alla conformazione della singola unità minima di partecipazione sociale, bensì sotto il profilo soggettivo, relativo cioè alla posizione in concreto acquisita dal singolo azionista in relazione al numero di azioni detenute.

L'affermazione della legittimità di limitazioni statuarie al diritto di voto nelle società che non fanno appello al mercato del capitale di rischio è contenuta nell'art. 2351, terzo comma, c.c., nel testo introdotto con la riforma del diritto societario del 2003. La collocazione ne evidenzia il carattere derogatorio rispetto al primo comma, che ribadisce il principio per cui ogni azione attribuisce il diritto di voto.

Per comprendere la portata delle limitazioni statuarie al diritto di voto pare perciò opportuno partire dall'esame del principio che esse vengono a derogare.

2. *L'origine storica del principio «un'azione, un voto».*

Una ricognizione della storia della regola per cui ogni azione attribuisce un diritto di voto non può che partire dalla considerazione degli ordinamenti di quei Paesi in cui nacquero le prime società per azioni. Come è noto, il Paese che ha visto nascere le prime società commerciali dell'era moderna è il Regno Unito, le cui *joint stock corporations* cominciarono a porre il problema del loro governo societario già nel corso del sedicesimo secolo¹.

Nel 1568 lo statuto della Mines Royal stabiliva che, su un capitale diviso in ventiquattro azioni, ciascun quarto d'azione desse diritto ad un voto. Simili disposizioni si rinvenivano nello statuto della Mineral and Battery Works, anch'essa fondata nel 1568². Il *charter* della East India Company, dalla cui costituzione nel 1600 prende definitivamente avvio il processo di diffusione dello strumento azionario come mezzo di raccolta di capitali per lo sviluppo di attività commerciali, sanciva invece che in assemblea ogni socio avesse diritto di esprimere un voto, ma non più di uno, qualunque fosse l'ammontare della

¹ Per la ricognizione della storia del diritto di voto nelle società per azioni inglesi e americane riportata nel testo, v. il contributo di D.L. Ratner, *The Government of Business Corporations: Critical Reflections on the Rule of "One Share, One Vote"*, 56 Cornell Law Review 1 (1970), p. 3-11, alle cui note si rimanda per gli ampi e documentati riferimenti storici.

² D.L. Ratner, cit. *supra* alla nota 1, p. 3 s.

sua partecipazione al capitale³. Tuttavia, i *charters* delle compagnie azionarie, autorizzati dal sovrano nel corso del diciassettesimo secolo, non contenevano, generalmente, specifiche disposizioni in merito alla titolarità dei diritti di voto, lasciando la materia alle previsioni contenute nei *by-laws*. Questa mancanza di disciplina diede luogo al sorgere di controversie, alcune delle quali ebbero particolare risonanza⁴.

Nell'ultima parte del diciassettesimo secolo divenne comune la prassi di riportare nei *charters* disposizioni sulla regolazione dei diritti di voto spettanti ai membri. Queste disposizioni proponevano tre differenti schemi o modelli generali di ripartizione dei diritti di voto. Un primo schema o modello, adottato ad esempio dalla White Paper Makers, dalla Salpetre Company e dalla Hampstead Aqueductus, era quello che prevedeva l'attribuzione di un diritto di voto a ciascuna azione, senza limitazioni di sorta. Un secondo modello, all'estremo opposto, prevedeva invece che ad ogni membro fosse riconosciuto un solo voto e purché la partecipazione fosse di un ammontare minimo prestabilito. Questo fu il caso della Bank of England, nell'ambito della quale i membri che possedevano una partecipazione almeno pari a cinquecento sterline erano legittimati ad esprimere un (solo) voto, così come della Million Bank (riconoscimento di un solo voto a partire da una partecipazione pari a trecento sterline) o della Royal Lustring (attribuzione di un singolo voto al possesso di almeno dieci azioni). Un terzo modello, che venne a mediare fra gli estremi opposti del voto per ogni azione e del limite massimo di un solo voto per ogni membro, fu quello per il quale al crescere della partecipazione veniva correlato un aumento dei diritti di voto, sia pure entro limiti massimi. A questo schema si rifecero, ad esempio, la Greenland Company che attribuiva un voto alle partecipazioni del valore di cinquecento sterline, due voti a quelle del valore di mille sterline, essendo quest'ultimo il numero massimo di voti a disposizione del singolo membro. Nell'atto costitutivo della Barbon's Land Bank, azioni del valore di trecento sterline davano diritto a due voti, azioni

³ V. A. Mignoli, *Idee e problemi nell'evoluzione della «company» inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, p. 633 ss. e nuovamente pubblicato in A. Mignoli, *La società per azioni. Problemi – Letture – Testimonianze*, t. I, Milano, 2002, p. 12 ss. (da cui si cita), a p. 16 ss., il quale sottolinea, sulla scorta degli studi di Autori inglesi ed olandesi (citati, in particolare, alle note 11-34), come la società per azioni inglese si sia sviluppata, sin dall'inizio, "su una base democratica" (avendo gli azionisti il diritto di eleggere annualmente, per alzata di mano, i propri amministratori), contrariamente alla società per azioni olandese (il cui primo significativo esempio è offerto dalla Compagnia olandese delle Indie Orientali fondata nel 1602), caratterizzata da una "struttura rigidamente oligarchica", nella quale al "potere assoluto degli amministratori" nella gestione sociale si accompagnava l'impossibilità per gli azionisti di far sentire la loro voce.

⁴ Ad esempio, si riporta che tra il 1618 e il 1625, nella battaglia legale fra le coalizioni degli Smythe e dei Sandys per il controllo delle Virginia and Somers Island Companies, motivo di controversia fu il sistema di votazione da adottare per la manifestazione della volontà dei soci. Se si fosse adottato il sistema di voto per *ballot*, ciascun membro avrebbe avuto a disposizione un solo voto, laddove invece, se si fosse adottato il sistema di voto fondato sul *poll*, ogni membro avrebbe goduto di un voto per ciascuna azione detenuta. Nel 1637, dopo che i membri della Merchant Adventures ebbero fatto opposizione alla nomina alla carica di rappresentante in Rotterdam di una persona indicata da re Carlo I votando con il sistema del *ballot*, re Carlo I ordinò che in futuro nessuna società avrebbe più potuto fare ricorso a questo sistema di votazione (cfr. D.L. Ratner, cit. *supra* alla nota 1, p. 3 s.).

del valore di cinquecento sterline davano diritto a tre voti, azioni del valore di mille sterline davano diritto a cinque voti, essendo quest'ultimo il tetto massimo. In altri casi, invece, la limitazione dei diritti di voto era ottenuta mediante una limitazione dei possessi azionari. Ad esempio, nella Bank of Scotland ogni partecipazione del valore di mille sterline scozzesi dava diritto ad un voto ma nessun membro poteva acquisire una partecipazione di un valore superiore alle ventimila sterline scozzesi. Nella società White Writing and Printing Paper si riconosceva un voto ogni cinque azioni ma il numero massimo di azioni detenibili era pari a venti. Il culmine di questo processo di affinamento della ripartizione dei diritti di voto sembra aversi nel *charter* della Old East India Company del 1698 che introdusse il voto a scalare, sia pure secondo un meccanismo di graduazione non uniformemente progressivo⁵.

Lo schema consistente nell'attribuzione di diritti di voto in misura proporzionale all'investimento con il contemperamento dalla graduazione scalare degli stessi al superamento di determinate soglie partecipative divenne la scelta dominante delle compagnie inglesi nel corso del diciottesimo secolo. Occorre però attendere il *Companies Act* del 1845 per rinvenire una disposizione generale in materia. La scelta normativa del tempo fu quella di riconoscere, in assenza di una diversa regolamentazione statutaria, un voto a ciascun azionista, salvo poi suggerire una regolamentazione statutaria che attribuisse un voto per ogni azione sino a dieci azioni, un voto ogni cinque azioni, per le azioni detenute in un numero da dieci a cento, un voto ogni dieci azioni, per le azioni detenute in numero superiore a cento⁶. Questa disposizione venne infine sostituita nel 1909 con altra che prevede un voto per ogni azione⁷.

Nel corso del diciassettesimo e diciottesimo secolo, compagnie coloniali vennero fondate anche in Olanda (tra le quali si ricorda in particolare la Compagnia olandese delle Indie Orientali costituita nel 1602) e in Spagna. Secondo quanto riferiscono gli studiosi spagnoli, il modello corporativo delle compagnie spagnole si avvicinava a quello olandese

⁵ V., ancora, D.L. Ratner, cit. *supra* alla nota 1, p. 4 ss.

⁶ *Companies Act* 1845, s. 75. Gower afferma che l'uguaglianza delle azioni rispetto ai diritti di voto è il frutto di un "comparatively recent development, for, on the analogy of the partnership rule, it was long felt that members' voting rights should be divorced from their purely financial interests in respect of dividend and capital, so that the equality in voting should be between members rather than between shares" (P.L. Davies (ed.), *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*⁷, London, 2003, p. 618). La disposizione segnalata avrebbe rappresentato un primo compromesso rispetto alle due opposte concezioni dell'istituto del voto. Nota inoltre l'Autore che, nonostante la regola del voto per azione si sia affermata e per la diversificazione dei diritti di voto tra azionisti sia divenuta più comune l'emissione di azioni di categoria con una differente portata in termini di potere di voto, un lascito dell'antica concezione (che avrebbe dato origine ad una *common law rule*) per cui ogni membro ha diritto ad un voto indipendentemente dal numero di azioni detenute sia rinvenibile nel sistema di votazione per alzata di mani, ancora oggi previsto e utilizzato, sebbene derogabile per via statutaria (p. 619).

⁷ *Corporations Act*, 8 Edw. 7, c. 69, § 60, sched. 1 (1908).

ed era caratterizzato dall'esistenza di una *junta general*, governata dal principio maggioritario e nella quale si riconosceva il diritto di voto agli azionisti. I fondatori tendevano tuttavia a conservare per loro stessi privilegi in materia di diritto di voto e, talvolta, si esigeva, per l'esercizio del voto, il possesso di un numero minimo di azioni⁸.

A partire dalla prima metà del secolo diciannovesimo, l'ordinamento delle società anonime, che beneficiano di una progressiva affrancazione dall'ingerenza dei poteri pubblici⁹, comincia a riflettere la considerazione della società anonima come modulo organizzativo funzionale all'esercizio di un'attività d'impresa con il beneficio della responsabilità limitata. La libertà organizzativa che si viene a concedere alle società rivela una ragione politica di fondo. La concezione liberale della libertà di iniziativa economica e della proprietà privata promuove un modello di società anonima la cui costituzione non dipende da un atto di autorizzazione dello Stato e nella quale il potere di decisione è riservato in via esclusiva ai proprietari. Al rischio d'impresa che l'azionista assume nella sua qualità di proprietario delle azioni si associa la facoltà di decidere sopra l'impiego del patrimonio sociale costituito con i conferimenti dei soci. Di conseguenza, all'azionista viene concesso un potere di decisione in assemblea che corrisponde proporzionalmente alla sua quota di partecipazione al patrimonio sociale. In tal modo, coloro che detengono la maggioranza del capitale hanno il potere di decidere sopra le sorti dell'impresa¹⁰.

Parallelamente all'affermazione dell'assemblea generale come luogo di raccolta e riunione degli azionisti, si manifestano tendenze opposte quanto al potere del singolo socio nell'assemblea stessa. Sono frequenti tanto emissioni di azioni a voto plurimo quanto, apparentemente in relazione all'estensione all'ambito delle società anonime di concezioni proprie dell'individualismo e del liberalismo politico, clausole con le quali si pretende di ridurre l'influenza dei grandi azionisti limitando il numero di voti che questi possono emettere¹¹.

In Spagna, né il *Código de comercio* del 1829, né quello del 1885, regolano dettagliatamente la materia dell'assemblea generale degli azionisti e il loro diritto di voto. Mentre il primo codice non contempla ancora espressamente la concezione dell'assemblea come organo composto dalla pluralità dei soci e deliberante sugli affari sociali, il secondo, sebbene faccia riferimento solo al carattere "general" della *junta de socios* (art. 168) che vota a *mayoría* (art. 151), finisce per ammettere implicitamente l'idea di un'assemblea alla

⁸ A. Recalde Castells, *Limitación estatutaria del derecho de voto en las sociedades de capitales*, Madrid, 1996, p. 33 s.

⁹ A. Recalde Castells, cit. *supra* alla nota 8, p. 34, parla di "progresiva privatización de la sociedad anónima".

¹⁰ *Ibidem*.

¹¹ *Ivi*, p. 34 s.

quale possono concorrere tutti i soci. Ciò che viene affermandosi è pertanto un modello “liberale”, nell’ambito del quale è la libertà negoziale dei soci a determinare le modalità di attribuzione del diritto di voto e il funzionamento del principio maggioritario. Si assiste in definitiva ad un implicito riconoscimento del “principio real”, cioè del principio di corrispondenza proporzionale tra conferimento e potere di voto, come regola naturale di funzionamento della società, sebbene sia permesso di stabilire in statuto eccezioni o limitazioni al suo concreto funzionamento¹².

L’evoluzione della distribuzione dei diritti di voto nelle *corporations* americane presenta forti analogie con l’esperienza britannica. Prima della rivoluzione, fra le poche società commerciali esistenti, si ricorda la William Penn’s Free Society of Traders nello Stato della Pennsylvania, incorporata in Inghilterra nel 1682, il cui atto costitutivo prevedeva che agli azionisti non residenti in Pennsylvania non fosse concesso più di un voto, mentre a quelli che fossero proprietari di almeno mille acri di terra disabitata nella provincia erano concessi due voti per due azioni e tre voti per tre azioni o più. Tra la rivoluzione e il 1801, tra le centinaia di società che vennero a costituirsi (più di trecento), la maggior parte delle quali svolgevano servizi di pubblico interesse (trasporti o distribuzione dell’acqua), la regolamentazione dei diritti di voto o era assente (nel qual caso, come nelle compagnie operanti nel settore dell’acqua, si riconosceva un voto a ciascun proprietario) o era strutturata, sulla scorta della prassi che andava diffondendosi in Inghilterra, nel senso di una limitazione ad un tetto massimo del numero dei voti a disposizione di ciascun membro o nel senso di una graduazione dei diritti di voto al crescere della partecipazione. In particolare, quest’ultima soluzione era apprezzata per la sua idoneità a contemperare le opposte esigenze di un contenimento del potere monopolistico degli azionisti di maggioranza e di un giusto riconoscimento in termini di potere di voto dei maggiori investimenti effettuati da alcuni azionisti rispetto agli altri¹³. Le restrizioni ai diritti di voto apparivano infatti motivate dal timore di un indebolimento del sistema democratico di governo dovuto alla concentrazione di potere nelle mani delle *corporations* e dei loro azionisti di controllo. Il timore, peraltro, era ravvivato dalla tendenza alla concentrazione della proprietà azionaria che caratterizzò il panorama

¹² Così, ancora, A. Recalde Castells, cit. *supra* alla nota 8, p. 35 s.

¹³ Alexander Hamilton difese questo sistema di votazione in un suo *report* sulla National Bank con le seguenti parole: “A vote for each share renders a combination between a few principal stockholders, to monopolize the power and benefits of the bank, too easy. An equal vote to each stockholder... allows not that degree of weight to large stockholders which it is reasonable they should have, and which, perhaps, their security, and that of the bank, require. A prudent mean is to be preferred” (in D.L. Ratner, cit. *supra* alla nota 1, p. 6, che cita J. Davies, *Essays in the Earlier History of American Corporations*, 1917, p. 323 s., ove si riporta il testo di M. Clark & D. Hall, *Bank of the United States*, 1832, 28).

societario americano agli inizi del diciannovesimo secolo. Probabilmente su richiesta delle *corporations* o su pressione dei loro maggiori azionisti, tuttavia, la tendenza volgeva al riconoscimento di un voto per ogni azione, come avvenne occasionalmente nei *charters* della Bank of North America del 1782, della Massachusetts Bank del 1784, della New Jersey Manufacturing Society del 1791 e della New Haven Insurance Company del 1797.

Le prime legislazioni sulle società degli stati americani, sorte nel corso del diciannovesimo secolo per fornire una disciplina generale in sostituzione di quella singolare contenuta negli atti di incorporazione, recepiscono per lo più la prassi consolidata del tempo. Se alcuni *statutes* già affermano la regola di un voto per ogni azione¹⁴ e altri scelgono di lasciare all'autonomia statutaria la definizione della materia del voto¹⁵, in alcuni Stati il principio di proporzionalità viene alterato soltanto in relazione alle società di particolare interesse pubblico¹⁶. Intorno alla fine del diciannovesimo secolo, il processo di avvicinamento di tutte le legislazioni statali alla regola di un voto per azione può dirsi sostanzialmente completato, tanto da divenire inusuali disposizioni alternative.

Nel valutare il processo storico di affermazione della regola «un'azione, un voto» nel diritto societario americano, parte della dottrina ha considerato tale affermazione non il frutto dell'abbandono, per comprovata inefficienza, di una regola di *common law* secondo cui ogni membro avrebbe diritto ad un voto quanto piuttosto il risultato di una centenaria controversia avente l'obiettivo di contenere il potere dei manager nell'ambito delle società commerciali. Né le pronunce giurisdizionali in favore del voto capitario, quale regola non derogabile dall'autonomia statutaria in assenza di un'espressa norma di autorizzazione, sembrano, stando a questa dottrina, mostrare aderenza ad una consolidata regola di *common law* quanto piuttosto tradiscono la preoccupazione dei giudici rispetto all'abbandono di principi che assicuravano il governo democratico delle società stesse. Queste valutazioni appartengono ad una dottrina rimasta minoritaria. Per lo più si ritiene proprio dei sistemi di *common law* la regola del voto capitario, quale regola di *default* in

¹⁴ In tal senso disponevano, ad esempio, la *New York's general law for manufacturing corporations* del 1811, gli *statutes* del Connecticut e del Michigan del 1837 e del New Jersey del 1846.

¹⁵ V., ad esempio, le legge generali del Massachusetts del 1809 e 1830, della North Carolina del 1850 e del Delaware del 1883.

¹⁶ Così, ad esempio, la legge generale dello Stato di New York del 1807 per l'incorporazione delle *turnpike companies* dispose un meccanismo di voto scalare che sopravvisse sino alla revisione generale del diritto societario del 1890. Nello Stato del Massachusetts, ove la legge generale sulle società manifatturiere nulla disponeva in merito ai diritti di voto, leggi speciali limitavano i diritti di voto che un singolo azionista poteva esercitare nelle banche (dieci), nelle società assicurative (trenta) e nelle società che gestivano ferrovie (ove si poteva votare con al massimo il dieci per cento del capitale) con norme pervenute sino ai primi decenni del secolo successivo. La legge generale della North Carolina prevedeva il voto scalare per le società della seta e dello zucchero.

assenza di una diversa previsione statutaria¹⁷. L'affermazione di questa regola sarebbe rinvenibile, secondo alcuni, nell'originaria assimilazione della *company* alla *partnership* sotto il profilo dei poteri di governo dei soci¹⁸ e, secondo altri, nell'applicazione da parte dei giudici alle *corporations* di principi di teoria politica, in base all'assunto che ciascun socio avrebbe un ugual interesse al buon funzionamento della società¹⁹.

La scelta in favore dell'attribuzione di un diritto di voto ad ogni azione sarebbe stata determinata da una pluralità di concorrenti ragioni tra cui, oltre alle pressioni esercitate dalle stesse *corporations* e dai loro maggiori azionisti, anche la facilità di eludere i limiti al diritto di voto attraverso un'intestazione fiduciaria di quote azionarie a più soggetti "amici", la concezione della società come un ente giuridico distinto dalle persone dei membri e in ciò strutturalmente differente da una *partnership*, la progressiva espansione dell'attività economica delle società in settori che, non essendo di immediato pubblico interesse, inducevano le autorità a non ingerirsi nelle forme di governo delle stesse e la collettività a non esserne preoccupata, la funzione disciplinante sul funzionamento delle società svolta da mercati dei prodotti e dei servizi sempre più competitivi²⁰.

A partire dal 1860, il principio «un'azione, un voto» diviene progressivamente regola per la maggioranza delle società, tanto che nel 1903 la maggioranza delle *preferred shares* in circolazione recavano diritti di voto e nel 1912 è raro rinvenirne senza diritti di voto, mentre le *common shares* attribuivano tutte, salvo rarissime eccezioni, un diritto di voto. Nei dodici anni seguenti, tuttavia, comincia a diffondersi la prassi di emettere *nonvoting common shares*²¹, probabilmente a causa della richiesta da parte degli investitori di azioni che attribuissero diritti patrimoniali partecipativi più consistenti e sicuri di quelli offerti dalle altre *common shares*²², del desiderio del management di raccogliere capitali addizionali senza perdere il controllo delle società e del desiderio più o meno manifesto dei banchieri di proporre uno strumento finanziario nuovo²³.

¹⁷ J. Kerbel, *An examination of Nonvoting and Limited Voting Common Shares – Their History, Legality, and Validity*, 15 Securities Regulation Law Journal 37(1987), a p. 47.

¹⁸ V. le osservazioni di L.C.B. Gower riportate *supra* nella nota 6.

¹⁹ V. Bergerman, *Voting Trusts and Non-Voting Stock*, 37 Yale L.J. 445 (1928), a p. 447.

²⁰ V. J. Kerbel, cit. *supra* alla nota 17, p. 48 s.

²¹ La prima emissione di *nonvoting common shares* che avrebbe reso celebre la categoria sembra essere stata quella disposta dalla Perlman Rim Corporation nel 1916.

²² La dottrina americana ricorda che, avendo le *preferred shares* perso appetibilità presso gli investitori all'indomani della depressione economica del 1921, i banchieri confezionarono nuove categorie di *common shares* all'insegna delle caratteristiche delle *preferred shares*, dando vita ad un sorta di strumento finanziario ibrido avente la natura di *common share* ma con peculiarità patrimoniali e amministrative proprie delle *preferred shares*. Le operazioni di emissione di queste azioni, che avrebbero consentito la raccolta di capitale ad un costo inferiore a quello sopportato a fronte dell'emissione di *preferred shares*, erano consentite dalla legislazione societaria che favoriva un'ampia flessibilità nella conformazione della struttura del capitale azionario.

²³ J. Kerbel, cit. *supra* alla nota 17, p. 49 s.

3. La disciplina del diritto di voto nel codice di commercio francese del 1807 e nei codici di commercio italiani pre-unitari.

La preoccupazione principale del Legislatore francese di inizio ottocento, come emerge dal testo del discorso preliminare sul Progetto di codice di commercio elaborato dalla Commissione nominata il 3 aprile 1801 per dare compiuta sistemazione alla carente legislazione francese dell'epoca²⁴, era quella di disciplinare le società commerciali al fine di impedire che le stesse potessero, nello svolgimento della loro attività di commercio, dare luogo ad abusi a danno della collettività²⁵. Per questa ragione, per quanto concerne la società anonima per azioni, l'esigenza giudicata più pressante era quella di sottoporre la costituzione della società e lo svolgimento della sua attività all'autorizzazione e al controllo governativi, da un lato, e ad un regime di trasparenza e pubblicità efficace, dall'altro.

Nel codice di commercio promulgato il 10 settembre 1807, pertanto, della società anonima vengono regolati soltanto taluni profili caratterizzanti (costituzione per atto pubblico e previa autorizzazione governativa, pubblicazione dell'atto costitutivo, divisione del capitale in azioni, trasferibilità dei titoli azionari, soggezione ad arbitrato delle controversie tra i soci) mentre i profili relativi all'organizzazione interna della società e ai rapporti fra i soci vengono regolati soltanto negli aspetti di maggior rilievo generale²⁶. In

²⁴ Per una dettagliata ricostruzione storica del percorso che ha portato all'emanazione del *Code de commerce* del 1807, cfr. A. Padoa Schioppa, *Saggi di storia del diritto commerciale*, Milano, 1992, p. 89 ss.

²⁵ Dichiarano i membri della Commissione che "Le società meritavano da parte nostra una particolare attenzione; esse in fatto di commercio richiegono una maggiore regolarità ed una più severa obbligazione di render conto. Quando molti interessi vanno riuniti, fa d'uopo che i risultamenti fossero con maggior esattezza conosciuti" (*Discorso preliminare sul progetto di codice di commercio della commissione*, in Barone Locré, *Legislazione civile, commerciale e criminale*, I, Napoli, 1843, trad. it. a cura di G. Ciuffi, p. 28).

²⁶ Nella sessione del corpo legislativo del 1° settembre 1807, il consigliere di stato ed oratore del governo Regnaud de Saint-Jean-d'Angely, afferma: "Le società anonime... sono un mezzo efficace onde favorire le grandi imprese, richiamare in Francia i fondi stranieri, associare anche la mediocrità e quasi la povertà ai vantaggi delle grandi speculazioni, accrescere il credito pubblico e la massa circolante nel commercio. Ma troppo sovente delle società malamente stabilite in origine o mal dirette nelle loro operazioni, hanno posto a rischio le sostanze degli azionisti e degli amministratori, han diminuito momentaneamente il credito generale, e messo in pericolo la tranquillità pubblica. E' stato dunque riconosciuto l° che niuna società di questo genere potesse avere luogo se non in forza di un atto pubblico, e che fosse necessario l'intervento del governo per verificare innanzi tratto su quali principi si volessero regolare le operazioni della società, e quali ne potessero essere le conseguenze. Con tali precauzioni, e con quelle della pubblicità comune alle tre specie di società, gli amministratori della società anonima, o per via di azioni, amministreranno con sicurezza per essi e per gli azionisti; né saranno più esposti a quei ricorsi in garanzia, a quelle istanze solidali che han turbato il riposo, distrutta l'aggiatezza e ruinato il credito degli uomini più stimabili. (*Omissis*) se nelle società così costituite, sottoposte a regole precise che offrono tutt'i mezzi per giungere a buoni risultamenti, tutte le guarentigie per preservare dal male, se insorgono delle controversie, la legge ne toglie la conoscenza ai tribunali; essa ordina il giudizio per via di arbitri, ed indipendentemente dalle disposizioni sugli arbitranti stabilite nel codice di procedura civile, prescrive una maniera particolare, la quale assicura la pronta spedizione degli affari, e distrugge tra gl'individui o le famiglie la sorgente di ogni discordia" (in Barone Locré, *Legislazione civile, commerciale e criminale*, cit., p. 214). Anche nel discorso pronunciato dal tribuno Jard-panvillier davanti al corpo legislativo per presentare il voto delle sezioni riunite del tribunato sulla prima legge si insiste sul fatto che "Gli affari di commercio essendo

merito all'amministrazione, il codice precisa che la società è amministrata da "procuratori a tempo, revocabili, associati o non associati, stipendiati o gratuiti" (art. 31) e che non rispondono delle obbligazioni sociali (art. 32). Quanto ai soci, si afferma che essi non sono soggetti che alla perdita di quanto hanno conferito nella società (art. 33). Nulla di più si dice in merito all'organizzazione e al funzionamento degli organi sociali, né in merito ai diritti amministrativi e patrimoniali spettanti ai soci²⁷. La disciplina di questi ultimi, in particolare, viene lasciata alla volontà dei soci raccolta nel contratto sociale (art. 18).

Dalle disposizioni del codice di commercio francese, la cui forza di legge venne estesa al Regno d'Italia fondato da Napoleone, traggono origine le normative societarie dei regni in cui rimase divisa l'Italia sino al conseguimento dell'unità.

Nel Regno Lombardo-Veneto, con risoluzione del 23 dicembre 1816, venne confermata la vigenza del codice di commercio in vigore nel cessato Regno d'Italia. Nelle leggi di eccezione per gli affari di commercio del Regno delle Due Sicilie, entrate in vigore il 1° settembre 1819 insieme alle altre leggi civili, penali e processuali facenti tutte parte del "Codice per lo regno delle Due Sicilie", gli artt. 48-55 del capitolo III, che regola la società anonime, ricalcavano, salvo marginali differenze, le disposizioni del codice di commercio francese. Anche gli artt. 39-57 del codice di commercio pubblicato il 30 dicembre 1842 per gli Stati del Regno di Sardegna disciplinavano la società anonima in maniera del tutto analoga a quanto sancito nel codice napoleonico²⁸.

4. *La disciplina del diritto di voto nei codici di commercio italiani del 1865 e 1882.*

Soltanto con il codice di commercio unitario del 1865, che venne a sostituire il codice commerciale albertino, la materia del diritto di voto spettante agli azionisti delle società anonime comincia a ricevere un primo accenno di sistemazione. D'altra parte, comincia a delinearsi con maggiore chiarezza, anche dal punto di vista normativo, la struttura interna

l'oggetto più ordinario delle società, e questa specie di contratto offrendo i mezzi di estendere tutte le speculazioni, e di formare delle imprese le quali richiedono dei capitali superiori al patrimonio di un sol particolare, era mestieri che il codice di commercio determinasse le regole principali della loro formazione e della loro amministrazione, senza derogare ai principi generali stabiliti dal codice civile su questa materia, e neanche a quelli stabiliti dall'ordinanza del 1673" e sulla necessità dell'autorizzazione governativa per impedire la nascita di società che possano, con le loro operazioni, turbare "[l]'interesse del commercio in generale, e (...) quello degli azionisti in particolare" (in Barone Locré, *Legislazione civile, commerciale e criminale*, p. 218 s.).

²⁷ Non si prescrive nemmeno che gli amministratori siano nominati dai soci. Nell'atto costitutivo della società vanno comunque indicati i soci autorizzati alla direzione, all'amministrazione e alla rappresentanza della società (art. 43).

²⁸ Del resto, nella premessa alla legge di promulgazione del codice si accenna espressamente alla volontà di armonizzare la legislazione commerciale del Regno con quella delle altre nazioni al fine di favorire gli scambi commerciali e all'utilizzo di legislazioni straniere come esempio per la legislazione del Regno.

della società anonima e la sua organizzazione per organi, formalmente ignorata dalla normativa precedente²⁹.

Invero, il codice lasciava all'autonomia statutaria ancora margini di discrezionalità particolarmente estesi nella determinazione dei diritti di voto spettanti agli azionisti. L'art. 143 si limitava infatti a disporre che "Lo statuto sociale determina quando gli azionisti dovranno essere convocati in assemblea generale, le materie sopra le quali dovranno deliberare, il numero degli azionisti necessario alla validità delle deliberazioni, e il modo con cui i medesimi eserciteranno il diritto di suffragio". Il Legislatore dell'epoca lasciava alle parti la piena libertà di regolamentazione degli aspetti più significativi della materia del voto nelle società anonime, astenendosi anche dal porre norme suppletive in funzione di copertura delle eventuali lacune che potessero risultare dalla contrattazione privata. Unico dato normativo certo era il riferimento alla competenza degli azionisti nell'assunzione delle deliberazioni. All'autonomia statutaria era pertanto rimessa la fissazione dei quorum assembleari, costitutivi e deliberativi, la scelta del sistema di votazione e la ripartizione fra gli azionisti dei diritti di voto³⁰.

La libertà riconosciuta ai soci di modulare il loro potere amministrativo (da esercitarsi con lo strumento del voto in assemblea) indipendentemente dall'ammontare dei conferimenti di ciascuno trovava giustificazione, all'epoca, probabilmente nella circostanza che la figura del socio era considerata ancora più sotto il profilo del suo possibile ruolo attivo nella gestione della società piuttosto che sotto il profilo della sua qualità di fornitore di capitale³¹. La considerazione della persona del socio piuttosto che dell'ammontare del suo conferimento, in una logica ancora affine a quella delle società di persone, emerge chiaramente dalle riflessioni di un attento osservatore dell'epoca, che

²⁹ L'art. 138 fa per la prima volta riferimento al Consiglio di amministrazione, composto dagli amministratori designati nello statuto sociale o eletti nelle assemblee generali. Negli artt. 136-149 è diffusamente disciplinato, rispetto al diritto previgente, il ruolo, le competenze e il funzionamento dell'assemblea generale degli azionisti.

³⁰ L. Borsari, *Il Codice di commercio del Regno d'Italia annotato*, Torino, 1869, a p. 455 s. esprimeva sul punto le seguenti osservazioni: "di solito è necessario possedere un numero ragguardevole di azioni per avere voce nelle assemblee alle quali è annesso il diritto di molti suffragi. Così i suffragi sono dati alle azioni, piuttostochè agli individui; ed è una forma perfettamente logica dell'istituzione. Nondimeno lo statuto potrebbe non avere disposto ed essere stato approvato. (...) Che avviene allora? Subentra l'ordine naturale ai corpi deliberanti che non è nell'ordine naturale che tutti gli interessati abbiano il diritto di suffragio individualmente considerati". Sul diritto precedente, si veda J.M. Pardessus, *Corso di diritto commerciale*, trad. it. a cura di F. Galiani, Napoli-Palermo, 1857-58, II, che, a p. 16, affermava spettare "ordinariamente ai soci il determinare in qual modo si conteranno i suffragi e a questo riguardo fa d'uopo seguire i patti sociali".

³¹ Anche se il rinvenimento nel conferimento di capitale della ragione sottostante all'attribuzione del diritto di voto emerge già chiaramente nel pensiero degli studiosi del tempo. Nel discutere sulla legittimazione degli amministratori a votare in assemblea, in veste di amministratori privi della concorrente qualità di socio, L. Borsari, cit. *supra* alla nota 30, p. 458, esprime opinione negativa affermando che "da tutto il complesso delle disposizioni correlative si apprende senz'ombra di dubbio, che il diritto di suffragio appartiene agli azionisti o, (...), è dato alle azioni. Certamente l'amministratore deve avere delle cognizioni molto peculiari; ma la legge ha un punto di partenza affatto diverso; il requisito che bisogna avere è quello del capitale" (ultimo corsivo aggiunto).

svalutava il ruolo della porzione dell'interesse economico nella società come criterio di misurazione del potere di voto e al contempo sottolineava una doverosa valutazione delle qualità personali e professionali dei soci³².

Nel codice di commercio del 1882 si rinviene una sistemazione della materia più puntuale e rigorosa in quanto, pur conservandosi ampio spazio all'autonomia statutaria nella selezione dei criteri di misurazione del potere di voto, si esige, da un lato, la necessaria attribuzione a ciascun azionista del diritto di voto in assemblea e, dall'altro, con norma dispositiva, si indica il c.d. voto scalare come sistema di ponderazione del potere di voto dei soci³³. Disponeva così l'art. 164 che "le azioni devono essere di eguale valore, e conferiscono ai loro possessori eguali diritti se non è stabilito diversamente nell'atto costitutivo, salvo però ad ogni azionista il diritto di voto nelle assemblee generali", mentre l'art. 157 stabiliva che: "Ogni socio ha un voto e ogni azionista ha un voto sino a cinque azioni da lui possedute. L'azionista che possiede più di cinque e sino a cento azioni ha un voto ogni cinque azioni, e per quelle che possiede oltre il numero di cento ha un voto ogni venticinque azioni. Le deliberazioni si prendono a maggioranza assoluta. Nell'atto costitutivo e nello statuto può essere derogato a queste disposizioni"³⁴.

Il Legislatore del tempo si preoccupava tanto di porre un limite all'autonomia statutaria nell'introduzione di elementi di disuguaglianza fra i soci (come avrebbe comportato la privazione del diritto di voto a carico di alcuno di essi)³⁵ quanto, sia pure in

³² Il riferimento è al Troplong e alle sue, seguenti, riflessioni: "Misurar la possanza del voto sull'estensiva degli interessi è applicare al falso la massima che l'interesse forma la regola della posizione de' soci. Questa massima non è vera che per la divisione degli utili e delle perdite; essa è inapplicabile alla deliberazione, in cui si richiede il buon consiglio, la conoscenza degli affari, l'impegno per la prosperità dell'associazione. Tutte queste qualità sono indipendenti dalla parte dell'interesse. (...) Non vi sarebbe più falso calcolo quanto il regolare, sulla porzione che hassi nella società, l'influenza del voto: tanto sarebbe il dire che un uomo non sia capace e zelante che a proporzione del numero delle sue azioni. L'intelligenza, la probità, l'impegno non si pesano nella bilancia che serve a pesare un pezzo di moneta; le son virtù delle quali l'interesse non dà la tariffa" (citazione tratta da «Prima traduzione siciliana sopra l'originale francese del 1843 messo in armonia con il codice delle Due Sicilie» del Troplong, *Comento del Contratto di Società*, Palermo, 1844, II, p. 177 e leggibile in francese in nota a App. Genova, 22 marzo 1852, in *Giur d'Italia*, 1852, IV, c. 323).

³³ Pare che alcune Camere di commercio, cui vennero chieste osservazioni sul *Progetto preliminare per la riforma del Codice di commercio* licenziato dalla Commissione governativa nel 1873, espressero dissenso nei confronti della scelta di attribuire un diritto di voto ad ogni azione, mostrando invece predilezione per un sistema di voto che tenesse in considerazione il numero delle azioni detenute dai soci ed evitasse la consegna di un potere eccessivo nelle mani degli azionisti maggioritari: v., in proposito, A. Padoa Schioppa, cit. *supra* alla nota 24, p. 176.

³⁴ L'impiego di clausole di limitazione del potere di voto degli azionisti, invero, faceva già da tempo parte della prassi statutaria di società e compagnie operanti in Italia; ad esempio, il paragrafo VI dello statuto generale della «Imperiale Compagnia Orientale Privilegiata» (Vienna, 1719), dopo aver sancito il principio maggioritario per l'adozione delle deliberazioni nell'ambito delle "radunanze generali", recitava: "s'egli [il partecipante alla Compagnia] abbia, per modo di esempio, versato uno, due, fino a novemila fiorini, o comperate azioni per detti importi, non potrà avere che un voto; se ne possieda per più che diecimila fiorini, ne avrà due; se per più di ventimila fiorini, tre, ma non più di tre quand'anche sia interessato con importi molto maggiori" (P. Ungari, *Statuti di compagnie e società azionarie italiane (1638-1808). Per la storia delle società per azioni in Italia*, Milano, 1993, a p. 42).

³⁵ Cfr. C. Vivante, *Trattato di diritto commerciale*, II, Milano, 1928, a p. 228 ed in particolare nella nota 28 ove viene riportato il seguente passo della Relazione Mancini: "il principio che ogni azionista deve avere almeno un voto

termini non imperativi, di ostacolare l'acquisizione del controllo di società da parte di singoli azionisti³⁶. L'autonomia statutaria avrebbe potuto, pertanto, privilegiare l'elemento capitalistico, assegnando ad ogni azione un diritto di voto, oppure l'elemento personalistico, giungendo a riconoscere un solo diritto di voto a ciascun azionista indipendentemente dall'ammontare della sua partecipazione³⁷. A quanto pare, però, invalse la pratica di regolare l'attribuzione del voto secondo il criterio di (quanto meno) un voto per ogni azione³⁸.

Da opposte esigenze era motivata l'emissione di azioni recanti un voto plurimo³⁹. La categoria delle azioni a voto plurimo, nata dall'evoluzione della figura delle azioni privilegiate sotto il profilo patrimoniale al fine di fronteggiare gli effetti della svalutazione monetaria, finì per essere utilizzata allo scopo di impedire l'acquisizione del controllo da parte di soggetti terzi, sgraditi al gruppo di comando ma in grado di assicurarsi la maggioranza delle azioni ordinarie⁴⁰. Il dibattito sull'opportunità o meno di consentire alle

nell'assemblea generale sembra indiscutibile se non si vuole che le società commerciali costituiscano altrettante oligarchie e che si tramuti in un privilegio di pochi il diritto più naturale e legittimo di tutti quelli che conferiscono le cose proprie a scopo comune". In tal senso anche A. De Gregorio, *Delle società e delle associazioni commerciali*, in *Il codice di commercio commentato* coordinato da L. Bolaffio, A. Rocco, C. Vivante, IV, 1938, Torino, p. 410, il quale evidenziava che, mentre ai sensi dell'art. 157 la regola dell'obbligatoria attribuzione di almeno un voto a ciascun azionista pareva derogabile, la lettura coordinata di tale disposizione con l'art. 164 portava a propendere per la sua inderogabilità.

³⁶ In proposito v. A. Marghieri, *Delle società e delle associazioni commerciali*, in *Codice di Commercio Commentato* a cura di L. Bolaffio e C. Vivante, Torino, 1929, p. 416 s., che ricordava: "La legge inglese del 1862 ha nell'art. 41, tranne piccole differenze, le stesse norme adottate dal nostro legislatore; la legge belga nell'art. 61 stabilisce che nessuno può prendere parte al voto per un numero di azioni superiore alla quinta parte del numero delle azioni emesse, e di due quinte parti delle azioni che partecipano alla votazione; la legge francese lascia tutto ciò agli statuti; il codice tedesco pone per principio che ogni azione dà diritto ad un voto, ma consente agli statuti ed ai contratti sociali di limitare l'esercizio di questo diritto ad un importo massimo o a gradi o per specie (& 252)" (p. 417); M. Galdi, *Il Codice di Commercio del Regno d'Italia*, Napoli, 1888, I, p. 760, nota 11 e p. 360; E. Vidari, *Corso di diritto commerciale*⁵, vol. II, Milano, 1901, p. 186 s. e Id., *Il nuovo codice di commercio*, p. I, Milano, 1883, p. 130 (sull'opportunità della graduazione del voto al fine di evitare "l'agglomeramento di un soverchio numero di azioni in poche mani e il pericolo che il governo della società degeneri in una oligarchia"); N. Elena, *Le azioni con voto plurimo e con voto altrimenti privilegiato nelle società commerciali italiane*, Torino, 1927, p. 39 ss.; C. Vivante, *Trattato di diritto commerciale*, cit. *supra* alla nota 30, p. 232 (" Questa proporzione può essere modificata dallo statuto, che può andare dall'uno all'altro di questi estremi: concedere un voto per ogni azione o un voto solo per ogni azionista; nel primo caso predominerà l'influenza dei capitali, nel secondo quello delle persone. Naturalmente non si possono aggirare queste disposizioni della legge o dello statuto ripartendo le proprie azioni fra delle teste di legno"); A. De Gregorio, cit. *supra* alla nota 35, p. 515 s. ove, in nota, ampi riferimenti alla letteratura del tempo.

³⁷ Cfr. C. Vivante, cit. *supra* alla nota 35, n. 500; A. Vighi, *I diritti individuali degli azionisti*, Parma, 1902, a p. 78; E. Soprano, *Trattato teorico-pratico delle società commerciali*, vol. I, Torino, 1934, sub 569, a p. 581 s.

³⁸ Segnala questa tendenza G. Brunelli, *Il libro del lavoro*, in *Commento del nuovo codice civile italiano*, Milano, 1943, p. 447. Sottolinea anche A. De Gregorio, cit. *supra* alla nota 35, p. 410, che "in realtà la grande maggioranza degli statuti attribuisce un voto per ogni azione". Conferma di tale prassi si ha nella Relazione Scialoja al "progetto preliminare del nuovo codice di commercio" elaborato dalla c.d. Commissione Vivante ove si legge che "la Commissione non ha creduto di confermare il sistema proporzionale stabilito dal vigente art. 157 e seguendo la pratica generale degli statuti ha fissato il principio che, salva diversa disposizione statutaria, ogni azione dà diritto ad un voto".

³⁹ Sul voto plurimo nella società per azioni, cfr. A. Scialoja, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, Roma, 1925; G. Cassinelli, *Le azioni a voto plurimo nelle società anonime: diritto vigente-riforma della legge*, Roma, 1925; G. Frè, *Le azioni a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, p. 121 ss.; R. Ravà, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, Bologna, 1929.

⁴⁰ L. Mossa, *Diritto commerciale*, I, Milano, 1937, p. 195.

società anonime l'emissione di azioni a voto plurimo si accese particolarmente dopo la prima guerra mondiale.

I sostenitori dell'istituto del voto privilegiato sottolineavano che la creazione di azioni di comando avrebbe prodotto effetti complessivamente positivi sull'economia nazionale in quanto: a) avrebbe incentivato la trasformazione di imprese individuali e società a carattere personale o familiare in società anonime, assicurando ai fondatori la possibilità di raccogliere nuovo capitale di rischio senza perdere il controllo della società; b) avrebbe giovato alle grandi imprese, consentendo loro quella stabilità di direzione necessaria al fine della programmazione ed esecuzione di piani aziendali di vasto respiro e di lungo periodo; c) avrebbe ridotto il rischio che imprese strategiche per l'economia nazionale potessero cadere nelle mani di investitori esteri (e magari di Paesi nemici), senza con ciò precludere la raccolta di capitale straniero, da allettarsi con l'offerta di azioni privilegiate sotto gli aspetti patrimoniali; d) avrebbe stimolato l'ingresso in società in crisi di nuovi imprenditori forniti di fondi e competenze necessari per il risanamento della società; e) avrebbe consentito la graduazione del potere di influenza su una medesima società da parte di gruppi diversi indipendentemente dal valore delle rispettive partecipazioni⁴¹. L'argomentazione generalmente utilizzata per asseverare la legittimità del voto plurimo faceva perno sulla libertà di regolamentazione statutaria del diritto di voto ai sensi degli artt. 89, n. 10 e 157 cod. comm. e sulla derogabilità del principio di uguaglianza tra gli azionisti ai sensi dell'art. 164, con il solo limite della necessaria attribuzione di almeno un voto ad ogni azionista. Inconsistente era giudicata l'obiezione fondata sul doveroso rispetto del principio di proporzionalità fra potere di voto e ammontare dell'investimento in quanto l'esistenza di un tale principio, secondo questo orientamento, veniva piuttosto affermata che dimostrata⁴². A sostegno ulteriore della legittimità del voto multiplo veniva adottata l'esperienza di importanti ordinamenti stranieri, in particolare quello francese e quello tedesco, ove la prassi di emettere azioni privilegiate nel voto era ampiamente diffusa⁴³.

⁴¹ C. Vivante, *I progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, p. 429 ss., a p. 432; A. Scialoja, *Il voto plurimo nelle società per azioni* (nota a App. Milano, 11 agosto 1925, Consorzio Mobiliare Italiano c. Banca Industriale Italiana in liquidazione), in *Foro it.*, 1925, I, c. 758 ss. c Id., nota a Cass., 15 luglio 1926, Banca Industriale Italiana c. Consorzio Mobiliare Italiano, in *Foro it.*, 1926, I, c. 813.

⁴² A. Scialoja, cit. *supra* alla nota 41, c. 770 s.

⁴³ G. Frè, *Le azioni a voto plurimo in Francia*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, p. 207 ss.; Il medesimo Autore in *Le azioni a voto plurimo*, cit. *supra* alla nota 39, p. 121 ss., dopo avere ricordato che il privilegio del voto plurimo sarebbe apparso per la prima volta in Francia nel 1910 (p. 134), segnala che la vera diffusione dell'istituto si ebbe in Germania a partire dagli anni '20 in seguito alla *Überfremdungsgefahr* del tempo, la paura cioè che la pesante svalutazione del marco nell'era post-bellica determinasse la caduta delle società tedesche in mani straniere (p. 135). In seguito al successo conseguito in Germania, anche in Francia il voto multiplo trovò largo impiego. A garanzia di un permanente rapporto di proporzionalità fra voti concessi alle azioni a voto multiplo e voti concessi alle azioni ordinarie si fece ricorso al

Chi sosteneva la liceità e bontà dell'istituto non negava il pericolo che dello stesso si potesse abusare. A fronte di questo pericolo, nel corso degli anni '20, quando da più parti si auspicava una sistemazione dell'istituto del voto plurimo nel progetto di riforma del codice di commercio, si suggeriva l'esclusione del voto plurimo su talune deliberazioni di modifica dell'atto costitutivo e su quelle di scioglimento anticipato della società, in quanto la funzione del voto plurimo in tali circostanze di mutamento del programma sociale non avrebbe avuto ragione di esplicarsi. La parità di voto degli azionisti era giudicata necessaria anche nell'ambito dell'assemblea chiamata a deliberare sul proseguimento dell'attività sociale a seguito di convocazione del tribunale che, ai sensi dell'art. 153 cod. comm., avesse rinvenuto gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri degli amministratori. In tal caso, infatti, agli azionisti ordinari doveva essere riconosciuta la possibilità di incidere maggiormente nell'ambito di quella assemblea dei soci che aveva nominato gli amministratori sospettati di gravi irregolarità. Ancora, l'esclusione del privilegio del voto plurimo veniva proposta per la nomina dei sindaci, al fine di diminuire il pericolo di dipendenza degli stessi dai soggetti, azionisti controllanti e amministratori, destinatari dell'attività di controllo⁴⁴. Si proponeva inoltre di limitare il numero di voti entro un massimo relativamente contenuto (10, 5 o 3), di stabilire un rapporto massimo fra voti supplementari e totalità dei voti corrispondenti al capitale, di fissare il numero massimo di azioni a voto plurimo in rapporto al capitale sociale⁴⁵ o, ancora, di stabilire un rapporto fra numero dei voti privilegiati e percentuale del capitale sociale rappresentata da azioni a voto multiplo. Altri accorgimenti dovevano consistere nel dare adeguata pubblicità all'esistenza di azioni a voto plurimo, nell'obbligare i sottoscrittori ad una integrale liberazione delle stesse, nell'imporre la parità di valore nominale fra azioni a

gleitende o automatische Stimmrecht, altresì noto con il nome francese di *vote à glissière*, attraverso clausole statutarie che assicuravano alle azioni a voto plurimo un numero di voti in assemblea sempre pari a quello dei voti spettanti alle azioni ordinarie, indipendentemente alla crescita o diminuzione delle azioni di una o dell'altra categoria, o che obbligavano a deliberare aumenti di capitale con emissione proporzionale di azioni di entrambe le categorie (p. 139). Sulla *Rivista di diritto commerciale*, 1925, I, vennero peraltro pubblicati gli estratti di un articolo del *Financial Times* del 10 agosto 1925 e della *Frankfurter Zeitung* del 16 settembre 1925 ove veniva criticata e giudicata perniciosa per l'economia tedesca la diffusione delle azioni a voto privilegiato. Per una breve ma completa ricognizione degli ordinamenti che negli anni '20 ammettevano il voto plurimo con larghezza (così gli ordinamenti tedesco, francese, inglese, norvegese e alcuni ordinamenti statali negli USA) ovvero lo riconoscevano ma apponendovi limitazioni (così gli ordinamenti svizzero, olandese, svedese) ovvero lasciavano aperta la questione dell'ammissibilità (così gli ordinamenti belga e austriaco), cfr. A. Scialoja, cit. *supra* alla nota 41, c. 773 ss.

⁴⁴ Cfr. C. Vivante, *I progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, p. 429 ss., a p. 435 s.

⁴⁵ Vivante, dopo aver sostenuto con vigore l'utilità dell'istituto negli anni '20, dovette prendere atto degli abusi cui aveva dato luogo la diffusione del voto plurimo. Senza negarne la bontà, l'illustre Autore finì per convenire sulla necessità di una disciplina stringente, proponendo in *Contributo alla riforma delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, p. 309 ss., a p. 317, di "dare alle azioni nominative un diritto progressivo di voti fino a tre, in ragione degli anni in cui furono registrate al medesimo nome nel libro dei soci", affinché gli amministratori potessero conseguire "un voto influente nell'assemblea, nei limiti di un capitale seriamente e costantemente impiegato nell'azienda sociale".

voto plurimo e azioni ordinarie. Opportuna era valutata la concessione obbligatoria di privilegi patrimoniali alle azioni ordinarie a compensazione del loro minore potere deliberativo⁴⁶. Più in generale, si sarebbe dovuto negare l'omologazione dello statuto e della modificazione statutaria che prevedessero il voto plurimo, così come la legittimità di una deliberazione adottata con il voto determinante di azioni a voto plurimo, ogniqualvolta per la misura dello stesso risultassero annullato il ruolo dell'assemblea o pregiudicati i diritti individuali degli azionisti ordinari⁴⁷. Poiché l'art. 164 del codice di commercio, dal quale si ricavava la non necessaria proporzionalità fra potere di voto e investimento, disponeva una limitazione del potere di voto e non una sua accentuazione, secondo alcuni era comunque da salvaguardare il principio organizzativo fondamentale per cui la volontà sociale doveva essere espressione di una maggioranza sostanziale, se non formale, delle azioni. Del resto, si sosteneva, con la graduazione del voto si ottiene l'effetto di richiedere che le deliberazioni ottengano il consenso di una maggioranza, sia pure di persone e non solo di azioni. Si affermava pertanto che l'emissione di azioni a voto plurimo sarebbe stata legittima se non avesse alterato "il principio per cui la volontà sociale non debba essere espressa da una minoranza"⁴⁸.

Numerosi e autorevoli erano, però, anche gli scrittori sostenitori dell'illegittimità delle azioni a voto plurimo⁴⁹. Si adduceva, in proposito, che l'art. 164, nell'esigere l'attribuzione del diritto di voto a ciascun azionista, impedisse una regolamentazione statutaria diseguale del diritto di voto. L'attribuzione di più voti ad alcune azioni avrebbe sostanzialmente, anche se non formalmente, privato del diritto di voto pieno le azioni non privilegiate, riducendone o eliminandone in fatto la capacità di influenza in assemblea: "il voto singolo accanto al voto plurimo diventa una frazione del voto singolo in regime

⁴⁶ Soluzioni indicate da vari Autori, per lo più stranieri, e riportate da A. Scialoja, cit. *supra* alla nota 41, c. 779 ss. ove ampi riferimenti.

⁴⁷ In tal senso, ancora, A. Scialoja, cit. *supra* alla nota 41, c. 773. V. anche A. Arcangeli e T. Ascarelli, *Il regime delle società per azioni con particolare riguardo al voto plurimo e alla protezione delle minoranze*, p. 171.

⁴⁸ Così A. De Gregorio, cit. *supra* alla nota 35, p. 516, che aggiungeva: "Questa tesi ha prevalso nella pratica delle clausole statutarie sulle azioni a voto plurimo, le quali sono emesse in genere con un numero non elevato di voti per ogni singola azione, e con un numero complessivo di voti per tutte le azioni suddette che non superi il 50% dei voti spettanti a tutte le azioni: così è reso impossibile ai possessori delle azioni a voto plurimo di dominare, con esse soltanto, la società. A questa disciplina si è mostrata più volte favorevole la giurisprudenza onoraria in sede di omologazione degli statuti".

⁴⁹ G. Frè, cit. *supra* alla nota 39; E. Soprano, *Trattato teorico-pratico delle società commerciali*, vol. I, Torino, 1934, sub 477 bis, p. 482 ss.; A. Sraffa, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, p. 210 ss.; A. Cabiati, *Il progetto del nuovo codice di commercio e le azioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, p. 9 ss.; L. Mossa, in *Ann. di dir. comm.*, 1927, p. 213; L. Lordi, *Sul progetto del nuovo codice di commercio*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, p. 271 ss.; Id., in *Foro it.*, 1930, I, c. 202; Cassinelli, in *Giur. it.*, 1925, I, I, c. 415 e 667.

ordinario”⁵⁰ Questa tesi interpretativa, tuttavia, appariva piuttosto debole al cospetto di una lettera degli artt. 157 e 164 dalla quale emergeva chiaramente solo il diritto di ciascun azionista di disporre di almeno un voto e perciò l’obbligo di incorporare in ogni azione almeno un voto. In effetti, i sostenitori di questo orientamento finivano per richiamare l’attenzione, più che sull’illegittimità dell’istituto alla luce del diritto allora vigente, sulla sua pericolosità. Si faceva notare, in proposito, che il voto plurimo, consentendo l’acquisizione del controllo ad un esiguo numero di azioni, avrebbe potuto annullare i diritti della maggioranza dei soci e quindi falsare il funzionamento della società per azioni; che la concessione del privilegio non era necessariamente accompagnata alla concessione di benefici patrimoniali a favore della società o degli altri soci; che la creazione di azioni a voto plurimo, sebbene dettata dal legittimo desiderio di garantire la guida delle società a persone degne ed esperte ma prive di fondi necessari per acquisire o mantenere la maggioranza delle azioni, avrebbe potuto in seguito tradursi in una misura controproducente nel momento in cui quelle stesse azioni venissero acquisite da persone indegne o non qualificate; che l’attribuzione di un potere di governo sproporzionato all’ammontare dell’investimento avrebbe potuto incentivare gli amministratori al compimento di operazioni rischiose o alla violazione del dovere di diligenza; sul piano economico generale, il voto plurimo avrebbe contribuito all’infeudamento dei gruppi bancari e industriali al potere, rendendoli inamovibili e pregiudicando così il subingresso di forze imprenditoriali nuove per il bene del Paese nel suo complesso.

Nonostante le obiezioni di questa parte della dottrina, la giurisprudenza del tempo era propensa a sostenere la legittimità dell’istituto del voto plurimo, pur esigendone un’adozione temperata e circoscritta⁵¹.

Il dibattito sulla regolamentazione statutaria del diritto di voto e, quindi, anche sull’opportunità di consentire o meno il voto plurimo, ebbe riflessi anche sui progetti di un nuovo codice di commercio elaborati a partire dagli anni '20.

Nel Progetto elaborato dalla Commissione ministeriale per la riforma della legislazione commerciale presieduta da Cesare Vivante⁵², la proposta regolamentazione del

⁵⁰ Così Cass., 15 luglio 1926, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II, p. 373 ss., a p. 378, che rinviene in questa alterazione del “rapporto di efficacia fra le varie volontà dei soci” “la più seria delle obiezioni che si oppongono all’ammissibilità del voto plurimo”.

⁵¹ La legittimità del voto plurimo fu sostenuta da App. Milano, 16 dicembre 1924, Consorzio mobiliare finanziario ric., in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, p. 210 ss., con nota critica di Sraffa; App. Milano, 11 agosto 1925, Consorzio Mobiliare Finanziario c. Banca Industriale in liquidazione, in *Foro it.*, 1925, c. 757 ss., con nota adesiva di A. Scialoja, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, cit. *supra* alla nota 41; Cass., 15 luglio 1926, Banca industriale italiana c. Consorzio mobiliare finanziario, cit. *supra* alla nota 50; in senso contrario all’ammissibilità del voto plurimo si espressero Trib. Milano, 4 maggio 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, p. 488 ss. e Trib. Roma, 17 novembre 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II, p. 79 ss.

diritto di voto spettante agli azionisti non si distingueva significativamente dalla normativa al tempo in vigore. Se, infatti, l'art. 176, secondo comma, ultimo periodo, del Progetto ribadiva il principio per cui doveva essere in ogni caso garantito a ciascun azionista il diritto di voto nell'assemblea, l'art. 210, primo comma, si limitava a prevedere che ogni azione desse diritto ad un voto, salvo che lo statuto disponesse diversamente⁵³.

Nel Progetto elaborato negli anni 1925-1927 dalla Sottocommissione reale nominata nel 1924 e presieduta da Mariano D'Amelio⁵⁴, il tema del voto veniva affrontato adottando una linea di politica legislativa di continuità rispetto alle previsioni in materia del codice di commercio, con una sensibile compressione, tuttavia, degli spazi concessi all'autonomia statutaria. Così, l'art. 169, primo comma, del Progetto stabiliva: "le azioni debbono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti". L'art. 169, secondo comma, proseguiva disponendo che "in qualunque caso, ogni azionista ha diritto a un voto, salve le disposizioni dell'articolo seguente", il quale (art. 170) autorizzava per la prima volta l'emissione di azioni a voto non pieno, di azioni, cioè, con diritto di voto limitato ad alcune deliberazioni di competenza dell'assemblea straordinaria. Inoltre, l'art. 204 consentiva all'atto costitutivo o allo statuto la determinazione del numero dei voti spettanti nelle assemblee generali ai soci che possedessero più di un'azione.

L'imposizione obbligatoria della parità di valore nominale fra tutte le azioni avrebbe reso inoperante una tecnica utilizzata per aumentare il peso del potere amministrativo di alcune azioni a discapito delle altre in luogo della concessione del voto plurimo. Accadeva, infatti, che venissero emesse azioni, ciascuna incorporante un solo voto ma caratterizzate da diverso valore nominale, con la conseguenza che a parità di conferimento o di investimento in azioni portatrici di un voto, alcuni azionisti venivano a detenere un potere deliberativo maggiore di altri. Anche questo meccanismo, quindi, valeva a compromettere il rapporto di proporzionalità fra potere di voto e conferimento, analogamente a quanto conseguiva all'adozione del voto plurimo.

Il punto di riferimento delle disposizioni sul voto rimaneva l'azionista, del quale veniva ribadito il diritto a disporre di almeno un voto, salva l'ipotesi in cui avesse sottoscritto o acquistato azioni a voto limitato. L'art. 204, a sua volta, legittimava

⁵² Commissione ministeriale per la riforma della legislazione commerciale, *Progetto preliminare per il nuovo codice di commercio*, Milano, 1922.

⁵³ A giustificazione della mancata reiterazione del sistema di voto a scalare, il relatore sul punto, Antonio Scialoja, ricordava come fosse divenuta una pratica generalizzata quella degli statuti di attribuire a ciascuna azione un voto (A. Scialoja, *Relazione generale*, in Commissione ministeriale per la riforma della legislazione commerciale, *Progetto preliminare per il nuovo codice di commercio*, cit. *supra* alla nota 52, p. 270).

⁵⁴ Commissione reale per la riforma dei codici, Sottocommissione B, *Codice di commercio*, I, *Progetto*, Roma, 1925.

l'introduzione per via statutaria del voto scalare (e forse anche di tetti massimi al numero di voti esercitabili), che il codice di commercio aveva adottato come sistema di voto preferenziale. A ben vedere, questa regolamentazione non escludeva espressamente la possibilità di adottare il voto plurimo, poiché, ancora una volta, la preoccupazione principale era quella di assicurare, salva l'eccezione delle azioni a voto limitato, il diritto di partecipazione (intervento e voto) in assemblea a tutti gli azionisti. Per quanto, come emerge dalla Relazione D'Amelio, in seno alla Sottocommissione fosse maggioritario l'orientamento contrario alla legittimità del voto plurimo, la scelta che alla fine prevalse fu quella di rimettere ad ulteriori futuri approfondimenti l'assunzione di una scelta definitiva in proposito⁵⁵. Probabilmente, la novità di maggior rilievo del Progetto D'Amelio consisteva nel superamento parziale del dogma della necessaria attribuzione del diritto di voto al titolare di azioni. Si trattava di un superamento di tal dogma soltanto parziale in quanto, da un lato, si creava una categoria di azioni non completamente priva del diritto di voto ma piuttosto priva del potere di determinare il controllo sulla gestione ordinaria della società e, dall'altro, la privazione parziale del voto trovava adeguata compensazione nel riconoscimento obbligatorio di privilegi patrimoniali, peraltro estensibili ulteriormente per via statutaria⁵⁶.

⁵⁵ Nella relazione si precisava che la mancata adozione del voto plurimo non sarebbe dipesa dal desiderio di fare un "omaggio al dogma teorico dell'uguaglianza degli azionisti o a quello capitalistico delle società per azioni" ma si sarebbe dovuta giustificare per motivi eminentemente pratici, quali il rischio di infedeltà delle società anonime a favore di ristretti gruppi finanziari. Inoltre, la funzione di azioni di comando, recanti il potere di controllare la società, sarebbe stata svolta efficacemente dalle azioni ordinarie allorché fossero state emesse azioni a voto limitato, destinate alla circolazione fra il pubblico degli investitori (Commissione reale per la riforma dei codici, Sottocommissione B, *Codice di commercio*, II, *Relazione sul progetto*, Roma, 1925, p. 74 ss.). Infine, la relazione giustificava l'abbandono del sistema di votazione consistente nel computo scalare dei voti con la scelta di attribuire completa libertà in materia agli statuti (*ivi*, p. 90).

⁵⁶ Il concepimento di una categoria di azioni a voto limitato è verosimilmente figlio di un processo di maturazione giuridica in merito alla concezione del diritto di voto, che è andato svolgendosi dal 1882 in poi. Il codice di commercio del 1882 non prevedeva privazioni del diritto di voto, divieti di esercizio dello stesso o sue sospensioni, salva soltanto la fattispecie del divieto di voto degli amministratori nelle deliberazioni di approvazione del bilancio e in quelle riguardanti la loro responsabilità (art. 161). Del diritto di voto, infatti, si aveva una concezione "sacrale". Da un lato, il voto era concepito più come un dovere e una funzione da esercitarsi nell'interesse della società che come un diritto dell'azionista da esercitarsi nell'interesse proprio purché non in contrasto con l'interesse sociale. Dall'altro lato, il diritto di voto era considerato connaturato alla qualità stessa di socio e azionista, per cui la privazione del diritto di voto o della possibilità del suo esercizio a carico del socio sarebbe equivalsa non alla privazione o sospensione di uno degli innumerevoli diritti ricollegati alla titolarità di azioni quanto alla privazione dello stesso *status* di socio. Il diritto di voto, in sostanza, era concepito dalla maggioranza degli studiosi come una sorta di diritto naturale del socio, ed in quanto tale insopprimibile, inalienabile e non vincolabile. È a partire dal Progetto Vivante che comincia ad acquisirsi una concezione più flessibile del diritto di voto. Sono ribaditi i principi per cui il voto è un diritto essenziale del socio, del quale egli non può essere *ab initio* e in perpetuo privato (art. 176, ultimo comma, ultimo periodo) e che egli non può vincolarsi ad esercitare in maniera predeterminata (a pena di nullità delle convenzioni che ne condizionino l'esercizio ai sensi del proposto art. 215, terzo comma). Tuttavia si accetta, per la prima volta in maniera così diffusa nella legislazione societaria italiana, il principio secondo cui in determinati casi, tassativamente indicati, l'esercizio del voto possa rimanere sospeso o essere vietato. Così l'art. 182, quinto comma, pone a carico dell'azionista in arretrato con i versamenti l'incapacità di esercitare il diritto di voto nelle assemblee; l'art. 195 sterilizza il diritto di voto delle azioni proprie detenute dalla società; l'art. 208, quarto comma, consente l'esercizio del voto ai soli azionisti le cui azioni siano iscritte da almeno tre mesi nel libro dei soci o che da quella data siano depositate presso la sede della società e l'art.

L'ultimo progetto di un nuovo codice di commercio, elaborato nel 1940 prima che il Legislatore si orientasse verso l'unificazione dei codici civile e di commercio, compiva alcune scelte precise in materia di voto che sarebbero poi state accolte nelle disposizioni societarie del libro quinto del codice civile unificato. In particolare, ci si era orientati definitivamente verso la proibizione delle azioni a voto plurimo, delle quali si riconosceva la non più attuale rispondenza alle esigenze dell'economia del tempo (art. 207)⁵⁷, salvo che per le società di interesse nazionale, la cui rilevanza pubblica giustificava il mantenimento dell'istituto. Si confermava l'idea, suggerita nel Progetto D'Amelio, di consentire l'emissione di azioni con voto limitato alle deliberazioni dell'assemblea straordinaria e privilegiate negli aspetti patrimoniali (art. 205)⁵⁸. Quanto alla regolamentazione del diritto di voto, si proponeva di lasciare all'atto costitutivo la determinazione del numero dei voti spettanti ai soci che possedevano più di un'azione, fermo restando che ad ogni azionista doveva essere attribuito il diritto di voto (art. 227)⁵⁹.

5. Il diritto di voto dell'azionista nella disciplina del codice civile del 1942.

209, secondo comma, aggiunge che, per partecipare alle assemblee straordinarie, oltre al suddetto requisito occorre anche che le azioni al portatore o nominative siano state depositate nei luoghi indicati nello statuto o nell'avviso di convocazione almeno cinque giorni prima dell'adunanza; l'art. 215, primo comma, fa divieto a chiunque di prendere parte alle deliberazioni che riguardino un loro interesse particolare (o quello del proprio mandante) e il secondo comma ribadisce il divieto di voto degli amministratori nelle deliberazioni riguardanti la loro responsabilità. Il Progetto D'Amelio conferma queste previsioni negli artt. 177, quinto comma (divieto di voto dell'azionista moroso), 204, secondo comma (deposito delle azioni al portatore almeno cinque giorni prima dell'adunanza), 207 (sospensione del voto a carico del socio in conflitto di interessi con la società) e 208 (divieto di voto degli amministratori nelle deliberazioni di approvazione del bilancio e di quelle riguardanti la loro responsabilità) e allarga gli spazi di libertà per l'esercizio del voto dei soci consentendo loro, nonostante la nullità di principio delle convenzioni parasociali che vincolino il voto, di concedere ad uno o più gerenti la facoltà di esercitare i diritti inerenti alle azioni, compreso il diritto di voto, per la durata massima di un quadriennio (art. 205, primo e secondo comma).

⁵⁷ "Dopo approfondito riesame della tanto discussa questione della liceità delle azioni a voto plurimo ho ritenuto infatti miglior partito quello di concludere per l'esclusione di questo tipo di azioni, la breve fortuna del quale, in Italia e all'estero, si riconnette ad una fase ormai superata delle vicende e, se si vuole, delle necessità finanziarie dell'immediato dopo guerra. Sganciata provvidamente l'attività produttrice da ogni interferenza bancaria ed eliminate nel rinnovato clima del nostro mondo economico le avventurose velleità di «scalate», il sistema del voto plurimo, che fu volta a volta un comodo strumento di dominio e un necessario mezzo di difesa, non ha più una sua apprezzabile funzione in una economia normalizzata e controllata" (Ministero di grazia e giustizia, *Codice di commercio. Relazione del Guardasigilli al progetto ministeriale*, Roma, 1940, p. 63 s.).

⁵⁸ Di rilievo è anche la proposta di attribuire il diritto di voto delle azioni date in pegno o in usufrutto, salvo convenzione contraria, al creditore pignoratizio e all'usufruttuario (art. 206), in quanto per la prima volta nella legislazione sulle società si ipotizza una dissociazione fra titolarità delle azioni e titolarità del diritto di voto.

⁵⁹ In questo progetto vengono poi accolte le fattispecie di limitazione e divieto di voto indicate nei progetti precedenti, quali il divieto di voto del socio moroso, la limitazione del voto del socio in conflitto di interessi, la sterilizzazione del voto sulle azioni proprie. Anche la novità importante del riconoscimento parziale delle convenzioni parasociali con le quali si regola l'esercizio dei diritti sociali, compreso il diritto di voto, proposta nel Progetto D'Amelio, viene in quest'ultimo progetto accolta (art. 226) e rafforzata dalla mancata previsione della nullità di principio delle convenzioni che vincolano la libertà di voto.

La disciplina in materia di diritto di voto degli azionisti contenuta nel codice civile del 1942 è ampiamente tributaria delle elaborazioni e conclusioni raggiunte nei progetti Vivante e (soprattutto) D'Amelio di riforma del codice di commercio.

Un primo dato importante, ricavabile dalla normativa societaria del '42, attiene alla scelta sistematica di non frammentare la disciplina del diritto di voto con disposizioni appartenenti al novero di quelle relative alle azioni e disposizioni facenti parte dell'insieme di quelle relative alle assemblee generali. Nei limiti consentiti dalla complessità e molteplicità degli aspetti e dei profili che attengono alla titolarità e all'esercizio del diritto di voto nelle società per azioni, il legislatore ha provveduto a racchiudere il nucleo fondamentale di disciplina nella disposizione dell'art. 2351. Un secondo aspetto degno di nota è l'abbandono della duplice e concorrente prospettiva, nel regolare il potere di voto in assemblea, dell'azione e dell'azionista.

Nonostante le importanti novità riportate nei summenzionati progetti rispetto alle previsioni del codice di commercio, nessuno di questi abbandonava definitivamente l'impostazione del 1882 per cui il voto andasse concepito, prima che alla stregua di un diritto incorporato nel titolo di credito-azione, come un diritto naturale necessariamente afferente allo *status* di socio. Per questa ragione, in ogni progetto, compresi quelli in cui si fa strada l'idea di consentire l'emissione di azioni a voto limitato, si ha premura di stabilire che al socio deve essere sempre riconosciuto il diritto di voto.

Il legislatore del '42 abbandona questa duplice prospettiva e sceglie di regolare il diritto di voto facendo esclusivo riferimento alle azioni. Sono le azioni, in quanto titoli di credito rappresentativi di una posizione complessa di diritti e doveri, ad attribuire il diritto di voto (sia pur mediante previsione legislativa). Non è più la legge ad assicurare direttamente al socio in quanto tale il diritto di voto. La scelta di individuare esclusivamente nell'azione la fonte del diritto di voto, così come essa è la fonte di ogni altro diritto sociale, ha aperto la strada all'oggettivizzazione del diritto di voto nel titolo di partecipazione sociale e quindi alla possibilità di incidere sul voto alterando per via legale o statutaria il contenuto dell'azione. In quest'ottica si spiegava il convincimento che la privazione parziale del diritto di voto e successivamente, con la creazione delle categorie delle azioni di risparmio, la privazione totale del diritto di voto potessero essere compensate con l'accentuazione dei diritti patrimoniali.

Il legislatore del '42, tuttavia, mentre elimina alcune ambiguità della normativa precedente, ne introduce più o meno consapevolmente delle altre. Dal combinato disposto degli artt. 157 e 164 del cod. comm. i sostenitori della legittimità delle azioni a voto

plurimo avevano ricavato il principale argomento a sostegno di questo istituto, vale a dire la mancata adozione da parte del legislatore del principio di proporzionalità tra potere di voto e ammontare dell'investimento. Il legislatore del '42, anziché stabilire con chiarezza il principio di proporzionalità, con disposizioni che sancissero il principio per cui ogni azione avrebbe dato diritto ad un voto e avessero vietato sistemi di diversa distribuzione e quantificazione dei diritti di voto dei soci, si è limitato a porre nell'art. 2351 due commi, uno dei quali, il primo, stabiliva che ogni azione dava il diritto di voto e l'altro, il terzo, vietava l'emissione delle azioni a voto plurimo. Se, quindi, con certezza risultava il divieto del voto plurimo, non poteva dirsi con altrettanta certezza che dal primo comma risultasse posto inderogabilmente il principio «un'azione, un voto»⁶⁰. Dal primo comma, infatti, poteva arguirsi soltanto che non si sarebbero potute creare azioni prive del diritto di voto, al di fuori delle azioni privilegiate a voto limitato ammesse nel secondo comma. Come è stato notato, inoltre, se il primo comma avesse inteso porre il principio inderogabile di proporzionalità fra voto ed azioni, non sarebbe stato necessario precisare ulteriormente nel terzo comma il divieto di emissione delle azioni a voto plurimo, di azioni, cioè, irrispettose del principio di proporzionalità.

Queste considerazioni, unitamente alla mancanza di disposizioni che facessero riferimento al socio e al numero di azioni da esso detenute per la determinazione dei voti disponibili, hanno lasciato aperta la questione dell'ammissibilità del voto scalare e della legittimità di limiti statutari al diritto di voto in rapporto alla partecipazione detenuta dai singoli soci.

A favore, già nel vigore della precedente versione dell'art. 2351, della legittimità di clausole che limitassero o, meglio, graduassero il potere di voto degli azionisti si era espresso un numero non esiguo di Autori⁶¹. Fra questi, vi è stato chi ha difeso la tesi

⁶⁰ Per la dimostrazione che l'art. 2351, primo comma, c.c. e, più in generale, la regola un'azione, un voto adottata nei diversi ordinamenti rappresentano il punto di arrivo di un lungo processo evolutivo ma che tale regola rimane costellata di rilevanti deroghe e limitazioni, v. P.G. Jaeger, *Il voto «divergente» nella società per azioni*, Milano, 1976, p. 34 ss.

⁶¹ In effetti, a rigore, i seguenti Autori si sono occupati propriamente del voto scalare e non di limitazioni ad un numero massimo dei voti esercitabili dai soci, pur essendo evidente la pertinenza tanto delle argomentazioni favorevoli quanto di quelle contrarie alla legittimità del voto scalare anche alla questione dell'ammissibilità dei limiti massimi al potere di voto. V. A. Scialoja, *Invalidità del negozio di voto e invalidità della deliberazione di società per azioni*, in *Foro it.*, 1944-1946, c. 90; A. Asquini, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 929 ss., a p. 933; M. Casella, *Legittimità del voto scalare nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1973, p. 416 ss., in particolare a p. 424 ss.; G. Ferri, *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano* fondato da Vassalli, vol. X, t. III, 3° ed., Torino, 1987, p. 465 s., per il quale non è rinvenibile «un principio di ordine pubblico che si opponga all'introduzione pattizia del sistema del voto scalare (mentre questo è un presupposto necessario per negare validità ad una disposizione statutaria), non potendo certo questo principio ravvisarsi nel solo fatto che la legge si ispira al criterio di proporzionalità», posto che, soprattutto, «il sistema del voto scalare non deroga al principio posto dal 1° comma dell'art. 2351 cod. civ., in quanto non ha come punto di riferimento l'azione, ma ha come punto di riferimento la quota e cioè la partecipazione complessiva dell'azionista»; R. Sacchi, *L'intervento e il voto nell'assemblea della S.p.A.*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 3*, Torino, 1994, p. 203 ss., a p. 309 s., nota 24, per cui, «data l'esigenza [...] di non sacrificare gli spazi

favorevole con dovizia di argomentazioni di ordine letterale, storico e logico. Si è sostenuto, infatti, che “l’espressione «ogni azione attribuisce il diritto di voto», in tutte le sue possibili accezioni, non si poteva intendere necessariamente nel senso che «ogni azione attribuisce *sempre* il diritto a un voto» ma piuttosto nel senso che ad ogni azionista, salvo diversa disposizione di legge, doveva essere riconosciuto almeno un diritto di voto o, in altri termini, che il diritto di voto era “connaturato” alla partecipazione azionaria⁶². Ancora più convincentemente, si è affermato che se l’art. 2351, primo comma, avesse imperativamente affermato il sistema di voto proporzionale, salvo deroghe di legge, quale appunto quella contenuta nel secondo comma, non vi sarebbe stata ragione di vietare espressamente nel terzo comma le azioni a voto plurimo. L’illegittimità di queste si sarebbe dovuta già inferire dalla disposizione del primo comma. Viceversa, il legislatore avrebbe provveduto a porre un divieto espresso, evidentemente non confidando nel carattere imperativo del voto proporzionale proprio del primo comma. Infine, notava l’Autore, le disposizioni del secondo e terzo comma hanno come comune denominatore la volontà di impedire la concentrazione di potere nelle mani di pochi azionisti. La prima, consentendo entro un determinato rapporto l’emissione di azioni a voto limitato privilegiate sotto l’aspetto patrimoniale, avrebbe inteso dotare le società per azioni di un ulteriore strumento di raccolta di capitale di rischio (presso coloro che sarebbero disinteressati alla gestione ordinaria) cercando al contempo di evitarne un utilizzo eccessivo e quindi controproducente. La seconda avrebbe invece inteso decretare la fine di uno strumento che nel passato era stato impiegato in maniera pregiudizievole per l’efficiente conduzione delle imprese e per il funzionamento del mercato dei capitali di rischio. Viste queste finalità, i commi secondo e terzo, secondo l’Autore, non andavano interpretati nel senso dell’imposizione di un divieto ad ogni deviazione dal principio di proporzionalità quanto nell’imposizione di divieti a determinate deviazioni per motivazioni che esulavano dall’operatività del voto scalare. Questa clausola si sarebbe

che l’ordinamento lascia all’autonomia statutaria per accentuare gli elementi personalistici presenti nella struttura organizzativa della società per azioni, il voto scalare sembrerebbe da ammettere”; F. Ferrara, F. Corsi, *Gli imprenditori e le società*, 11° ed., Milano, 1999, p. 450, nota 1; sempre sul precedente testo dell’art. 2351 v., ampiamente, L. Calvosa, *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, Milano, 1999, p. 160 ss., che si spinge ad affermare con una pluralità di argomentazioni (incentrate, in particolare, sulla tesi della scomponibilità dei diritti sociali, compreso il diritto di voto, incorporati nella partecipazione da cui deriverebbe il superamento del principio di corrispondenza tra potere e rischio e di quello di proporzionalità tra potere e possesso azionario, e sulla moltiplicazione delle fattispecie legislative di sospensione del diritto di voto) non solo la legittimità del voto scalare ma anche e soprattutto quella delle limitazioni statutarie ad una misura massima del potere di voto degli azionisti, come alternativa più desiderabile a quella delle limitazioni statutarie ai possessi azionari.

⁶² Così M. Casella, cit. *supra* alla nota 61, p. 426.

anzi unita ai commi secondo e terzo dell'art. 2351 nel fronteggiare il pericolo di una concentrazione del controllo nelle mani di pochi azionisti minoritari⁶³.

Altrettanti Autori hanno negato o, quanto meno, dubitato della legittimità di deviazioni dal principio un'azione, un voto, con tecniche quali quelle della limitazione statutaria del potere di voto complessivo spettante ai singoli soci o del voto scalare. Invero, alcuni fra essi non hanno affrontato espressamente la questione ma hanno comunque sostenuto la tesi dell'imperatività del voto proporzionale, salvo deroghe autorizzate dalla legge⁶⁴. Altri invece hanno espresso perplessità sulla compatibilità di limiti o graduazioni statutarie del potere di voto con altri principi organizzativi propri della società per azioni. In particolare, partendo dal presupposto che il sistema del voto scalare derogherebbe al principio di proporzionalità del voto "sulla base di parametri i quali, diversamente da quanto avviene con la creazione di differenti categorie azionarie, si puntualizzano sulla posizione *personale* dei singoli soci e non sulla conformazione *oggettiva* statutariamente data all'unità azionaria", per sostenere la legittimità del voto scalare si sarebbe dovuto assumere che l'ordinamento della società per azioni accoglieva "per il calcolo del voto un'unità di misura ulteriore rispetto a quella oggettivamente fornita dalla predeterminazione statutaria delle azioni", ciò che invece appariva divergere dalla prospettiva adottata dal sistema e quindi incompatibile con essa⁶⁵.

Vi è infine chi ha puntualizzato, qualunque fosse l'opinione sulla legittimità del voto scalare, a non affrontare la questione avvalendosi della argomentazione fondata sull'"esigenza di bilanciamento tra la componente amministrativa e quella patrimoniale dell'azione, nel senso che alla compressione della prima deve necessariamente corrispondere un rafforzamento quantitativo della seconda". Questo (non più persistente in seguito alla modificazione dell'art. 2351) "criterio informatore del sistema" atteneva alla disciplina delle azioni di categoria speciale e non poteva riferirsi all'istituto del voto scalare, attinente "alla posizione e al peso deliberativo del singolo azionista, non invece al contenuto dell'azione"⁶⁶.

⁶³ In tal senso, ancora, M. Casella, cit. *supra* alla nota 61, p. 428 ss.

⁶⁴ Fra questi Autori sono da annoverare B. Visentini, *Azioni di società*, in *Enciclopedia del diritto*, Milano, 1959, IV, p. 967 ss., a p. 983 ("eventuali deroghe ai principi stabiliti dal comma 1 e 3 (spettanza del voto, e di un solo voto, ad ogni azione) non possono considerarsi esistenti se non in base a specifiche norme di legge (comma 2 del medesimo art. 2351 c.c.)") e G. Sena, *Il voto nella assemblea della società per azioni*, Milano, 1961, a p. 258.

⁶⁵ Così, C. Angelici, *Le azioni*, in *Il codice civile. Commentario* a cura di P. Schlesinger, Milano, 1992, p. 148 s. Altro punto di vista è assunto da P.G. Jaeger, cit. *supra* alla nota 60, p. 85 che rilevava, pur non esprimendosi sulla legittimità del voto scalare, come "l'assetto di interessi del quale il voto "scalare" è sintomo ed espressione [sia] fortemente caratterizzato in senso personalistico, ed è quindi in netto contrasto con quello che giustifica il voto divergente, onde la scelta dell'uno dovrebbe escludere l'altro".

⁶⁶ In tal senso, M. Bione, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 2*, Torino, 1991, p. 3 ss., a p. 50, testo e nota 21.

Su queste contrapposte opinioni si è innestata la presa di posizione del legislatore che, con la riforma dell'art. 2351, c.c., insieme alla riconferma del principio per cui ogni azione attribuisce il diritto di voto (art. 2351, primo comma, c.c.) e del divieto di emissione di azioni a voto plurimo (art. 2351, quarto comma) nonché alla novità consistente nella possibilità di emettere azioni a voto limitato, condizionato o prive del diritto di voto indipendentemente dalla concessione di privilegi patrimoniali (art. 2351, terzo comma, c.c.), ha espressamente riconosciuto la possibilità per gli statuti delle società che non fanno appello al mercato del capitale di rischio di prevedere che, in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato ad una misura massima o sia soggetto a scaglionamenti (art. 2351, terzo comma, c.c.).

CAPITOLO SECONDO

IL PRINCIPIO «UN'AZIONE, UN VOTO» DOPO LA RIFORMA DEL DIRITTO SOCIETARIO

SOMMARIO: 1. Riforma del diritto societario e disciplina del diritto di voto nell'art. 2351. – 2. Profili di diritto comparato. La disciplina statunitense. – 2.1. Segue: la disciplina tedesca. – 2.2 Segue: la disciplina francese. – 2.3 Segue: la disciplina belga, lussemburghese e olandese. – 2.4. Segue: la disciplina spagnola e portoghese. – 2.5. Segue: la disciplina svedese e finlandese. – 3. Il principio di proporzionalità tra potere di voto e ammontare dell'investimento. – 4. Principio di proporzionalità e nuovo ordinamento della società per azioni. – 5. Dal principio di proporzionalità fra potere e rischio al principio un'azione, un voto. – 6. Le preferenze dei mercati finanziari. – 7. Osservazioni conclusive.

1. Riforma del diritto societario e disciplina del diritto di voto nell'art. 2351.

In ossequio alla disposizione contenuta nell'art. 4, quinto comma, lett. a), l. n. 366/2001 (“Delega al Governo per la riforma del diritto societario), che chiedeva alla disciplina di riforma di “consentire ai soci di regolare l’incidenza delle rispettive partecipazioni sociali sulla base di scelte contrattuali”, e in linea con la previsione dell’art. 4, sesto comma, lett. c), che al fine di agevolare il ricorso al mercato dei capitali, esortava a prevedere la possibilità di emissione di strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali ed amministrativi, il legislatore della riforma ha optato per un’ampia liberalizzazione della regolamentazione dei diritti patrimoniali ed amministrativi pertinenti alle partecipazioni azionarie.

In particolare, per quanto concerne il diritto di voto, l’autonomia statutaria ha acquisito spazi sino alla realizzazione della riforma sconosciuti. Nel regime previgente, l’ordinamento ammetteva soltanto due deviazioni dalla regola di un voto per ogni azione. La prima, riconosciuta già con l’emanazione del codice civile del 1942, consisteva nella previsione della categoria speciale delle azioni privilegiate a voto limitato (art. 2351, secondo comma, c.c., nel testo previgente), vale a dire di azioni che, a fronte della mancanza del diritto di voto nelle sole assemblee ordinarie, dovevano attribuire ai loro possessori privilegi nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società. La seconda, introdotta con gli artt. 14 ss. della l. n. 216/1974 e poi rivista negli artt. 145 ss. del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di seguito: t.u.f.), era ed è rappresentata dalle azioni di risparmio, consistenti in azioni caratterizzate, in particolare, da una totale privazione del diritto di voto, dal contestuale ed obbligatorio riconoscimento ai loro possessori di benefici patrimoniali da indicarsi liberamente nello statuto e dal fatto

di poter essere emesse esclusivamente da società con azioni ordinarie quotate sui mercati regolamentati. Sotto il profilo del diritto di voto, a parte la categoria delle azioni di godimento (art. 2353, c.c.), per le quali la mancanza del diritto di voto, salvo diversa disposizione statutaria, si giustificava in considerazione del fatto che si tratta di azioni emesse a seguito di un rimborso del valore nominale delle azioni ordinarie, nessun'altra deviazione dal criterio di attribuzione di un diritto di voto ad ogni azione era ritenuta ammissibile⁶⁷. Sulla base delle fattispecie di limitazioni del diritto di voto ammesse dall'ordinamento veniva desunto il principio secondo cui la limitazione o privazione del diritto di voto doveva essere in ogni caso compensata dall'attribuzione di vantaggi di natura patrimoniale⁶⁸.

Questa disciplina è stata sottoposta a critiche da parte di chi, confrontando l'ordinamento italiano con i più importanti ordinamenti stranieri (anglosassoni e dell'Europa continentale) è giunto alla conclusione che il principio un'azione, un voto non poteva costituire "un limite di ordine pubblico" ad una diversa graduazione del diritto di voto, perché il fondamento del principio un'azione, un voto, consistente nella correlazione potere/rischio, non avrebbe che un carattere esclusivamente "tendenziale"⁶⁹. Nonostante le tecniche di deviazione dalla regola un'azione, un voto possano prestarsi ad un utilizzo non efficiente nel governo delle società⁷⁰, soprattutto perché "consentono di proteggere gli azionisti dominanti dal funzionamento del mercato del controllo societario e, dunque, dalla sua attitudine a prevenire comportamenti opportunistici"⁷¹, le stesse possono rivelarsi utili in altre circostanze, come nel caso del compimento di operazioni d'acquisizione o, nelle società a base sociale ristretta, come strumento di condivisione fra singoli azionisti o gruppi di azionisti del potere di controllo sulla società⁷².

Il legislatore della riforma ha idealmente tenuto conto di questi rilievi al fine, versosimilmente, di non condannare le società italiane ad uno svantaggio competitivo nei

⁶⁷ Cfr., per tutti, M. Bione, cit. *supra* alla nota 66, p. 51 s. La dizione del previgente art. 2351, secondo comma, c.c., tuttavia induceva alcuni commentatori a rinvenire la possibilità di azioni che riconoscessero il diritto di voto nelle assemblee straordinarie e che assegnassero o negassero il diritto di voto nelle assemblee ordinarie a seconda delle proposte all'ordine del giorno, salvo comunque il riconoscimento, in caso di limitazioni al voto, dei privilegi patrimoniali indicati nella disposizione: cfr. C. Angelici, *Le azioni*, cit. *supra* alla nota 65, p. 170.

⁶⁸ V. sempre M. Bione, cit. *supra* alla nota 66, p. 50.

⁶⁹ V. M. Lamandini, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001, p. 122 s. che efficacemente obietta all'ordinamento italiano ante-riforma di essere rimasto prigioniero del "dilemma, per così dire ontologico, [...], in forza del quale il voto «c'è o non c'è»" e di non avere seguito gli altri ordinamenti nella previsione di diritti di voto sottoposti a condizione sospensiva o determinanti nella gestione di determinati settori aziendali (come quelli conferiti dalle *targeted o tracking stock*).

⁷⁰ E' comprovato, infatti, che le deviazioni dal principio «un'azione, un voto», [...] sono una delle tecniche di separazione tra proprietà e controllo più diffuse tra le società dell'Europa continentale" (L. Enriques, *Capitale, azioni e finanziamento della società europea: quando meno è meglio*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 375 ss., a p. 398).

⁷¹ *Ivi*, p. 406.

⁷² *Ivi*, p. 398 s.

confronti di società soggette ad ordinamenti più liberali sotto il profilo della disponibilità di una più ampia gamma di strumenti di raccolta di capitale di rischio⁷³. Fermo il divieto di emissione di azioni a voto plurimo, il nuovo art. 2351 disciplina il diritto di voto in maniera talmente flessibile da far sorgere, nei primi commentatori, la sensazione che il diritto di voto sia divenuto “[i] più disponibile ed il più modulabile dei diritti endosocietari [...] nonostante il particolare “alone di «sacralità» che sino a poco tempo fa pareva avvolgerlo”⁷⁴.

Ribadita la regola per cui ogni azione attribuisce il diritto di voto dal primo comma dell’art. 2351, il secondo comma “si affretta” a consentire l’emissione di azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di condizioni non meramente dispositive ovvero prive del diritto di voto. Se dal punto di vista operativo, la nuova disposizione, liberando l’autonomia statutaria dai vincoli precedenti nella modulazione dei diritti di voto, dovrebbe facilitare l’utilizzo delle categorie di azioni a voto speciale per la raccolta di capitale di rischio⁷⁵, è dal punto di vista sistematico che la novità pare dirompente. Risulta infatti espunto il principio della compensazione della riduzione dei diritti amministrativi con l’accrescimento dei diritti patrimoniali. Limitazioni al diritto di voto possono essere introdotte, infatti, senza il correlativo obbligo di riconoscere privilegi di ordine patrimoniale, poiché il secondo comma, sulla questione dei privilegi patrimoniali, a differenza della precedente versione,

⁷³ Per il rilievo che la non rimozione dei vincoli ad una flessibile regolamentazione del diritto di voto avrebbe pregiudicato il ricorso al modello della Società Europea come alternativa ai modelli societari nazionali più permissivi, “circoscritto la facoltà delle SE di creare nuovi strumenti finanziari, così accrescendone il costo del capitale” nonché indebolito la SE nel mercato delle acquisizioni societarie, v. nuovamente L. Enriques, cit. *supra* alla nota 70, p. 399 s. Sull’obiettivo della riforma del diritto societario italiano di agevolare il ricorso all’eterofinanziamento, v. A. Gambino, *Spunti di riflessione sulla riforma: l’autonomia statutaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell’impresa*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 641 ss., a p. 642; C. Fois, *L’autonomia statutaria e i suoi limiti*, in G. Cian (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, p. 107 ss., a p. 137.

⁷⁴ V. A. Pisani Massamormile, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 1268 ss., a p. 1293. Sulla nuova versione dell’art. 2351, v. anche V. Santoro, *Commento all’art. 2351*, in Sandulli e Santoro (a cura di), *La riforma delle società*, I, Torino, 2003, p. 146 ss.; Pescatore, in Buonocore (a cura di), *Manuale di diritto commerciale*, Torino, p. 163 s.; M. Notari, *Disposizioni generali della società per azioni. Conferimenti. Azioni*, in Aa. Vv., *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, Milano, 2003, p. 60 s.; Id., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2003, I, p. 542 ss.; D.U. Santosuosso, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, p. 76 ss.; E. Desana, *Le azioni ed il diritto di voto*, in S. Ambrosini (a cura di), *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, Torino, 2003, p. 117 ss.; P. Grosso, *Le categorie di azioni e gli strumenti finanziari non azionari*, *ivi*, p. 125 ss.; M. Lamandini, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2003, I, p. 519 ss.; N. Abriani, *Commento all’art. 2351*, in G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalcanti (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, p. 310 ss.; Associazione Preitec, *Il diritto delle società*, a cura di G. Olivieri, G. Presti e F. Vella, Bologna, 2004, p. 92 s.; A. Blandini, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 467 ss.

⁷⁵ Ciò che peraltro è da dimostrare alla luce della scarsa appetibilità per gli investitori istituzionali delle azioni che non attribuiscono diritti di voto pieno, anche nell’ambito degli ordinamenti che non pongono alcun vincolo alla loro emissione: per la situazione britannica v. P.L. Davies, *Institutional Investors in the United Kingdom*, in D.D. Prentice e P.R. Holland (a cura di), *Contemporary Issues in Corporate Governance*, Oxford, 1993, p. 70 ss., a p. 85 ss.

rimane del tutto silente⁷⁶. Unico vincolo che rimane è quello per cui il valore delle azioni a voto non pieno non può superare complessivamente la metà del capitale sociale.

La fuga in avanti del legislatore pare quasi precipitosa se si confronta, ad esempio, il disallineamento che è venuto creandosi fra disciplina delle azioni di risparmio di cui agli artt. 145 ss., t.u.f. e azioni prive del diritto di voto di cui all'art. 2351, secondo comma⁷⁷. Vista la delicatezza della privazione del diritto di voto a carico di possessori di azioni che, a parte sotto il profilo del voto, sono da considerarsi soci ad ogni effetto, la legge 216/1974 prima e il t.u.f. poi hanno subordinato l'emissione di azioni prive del diritto di voto alla condizione che la società avesse azioni ordinarie quotate perlomeno per due ragioni: garantire la sottoposizione della società al controllo della Consob e favorire, con la quotazione delle azioni di risparmio, invero non espressamente imposta dalla legge, la facile liquidabilità di un investimento avente connotazione puramente finanziaria. Con la riforma, viceversa, mentre le società quotate che vorranno emettere azioni prive del diritto di voto dovranno continuare ad osservare la disciplina degli artt. 145 ss., t.u.f., perlomeno nell'ipotesi in cui le denominino "azioni di risparmio"⁷⁸, a nessun controllo pubblico né ad alcun vincolo legale dovranno soggiacere le società anche aperte ma non quotate che intendano emettere azioni prive del diritto di voto, potendo probabilmente etichettarle anche come "azioni di risparmio"⁷⁹.

Ciò che in questa sede interessa comprendere è quale nuova collocazione venga ad assumere il diritto di voto nel quadro dei diritti corporativi, allo scopo di meglio interpretare la portata del terzo comma dell'art. 2351, che sancisce la possibilità di introdurre limitazioni statutarie al potere di voto degli azionisti, oggetto di studio del presente lavoro.

⁷⁶ *Contra*, senza però convincere, Martorano, *Commento all'art. 2348*, in Sandulli e Santoro (a cura di), *La riforma delle società*, I, cit. *supra* alla nota 74, a p. 137, che richiama "il principio dell'equilibrio tra poteri gestori e diritti patrimoniali", non avvertendo però che proprio questo principio è stato posto in discussione dalla riforma, e A. Blandini, cit. *supra* alla nota 74, a p. 477 s. che richiama il principio della parità di trattamento, analogamente cadendo nell'equivoco dell'invocazione di principi e di loro applicazioni necessarie al di fuori di una dimostrazione della loro stessa esistenza e, in questo caso, della pertinenza alla fattispecie, posto che il riconoscimento di privilegi patrimoniali a favore di chi soffre una menomazione dei diritti amministrativi non è inteso a stabilire una parità di trattamento (che impone semmai l'identico trattamento di chi si trova, diversamente dai titolari di diverse categorie di azioni, in condizioni identiche) ma piuttosto a garantire una semplice compensazione di natura patrimoniale a vantaggio di chi rinuncia a determinate facoltà che altrimenti, come socio, gli spetterebbero.

⁷⁷ Sulla sorte delle azioni di risparmio dopo la riforma, v. M. Civitelli, *La riforma delle società di capitali e le azioni di risparmio*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 491 ss.

⁷⁸ Non è infatti da escludere che le società quotate possano avvelersi pienamente dell'art. 2351, secondo comma, c.c. e quindi anche della possibilità di emettere azioni la cui privazione del diritto di voto non sia correlata a vantaggi patrimoniali purché, in tal caso, si astengano dal denominarle azioni di risparmio.

⁷⁹ Nell'ipotesi in cui tuttavia vengano denominate azioni di risparmio azioni che non rechino alcun beneficio patrimoniale o comunque alcun beneficio sostanziale potrebbe porsi una questione di indebito utilizzo di una denominazione tipica utilizzata altrove dall'ordinamento allo scopo di carpire dolosamente il consenso degli investitori.

Già prima della riforma, avvertiti Commentatori erano giunti alla conclusione che il diritto di voto non fosse più un elemento necessario né della fattispecie azionaria, alla luce delle categorie di azioni a voto limitato o di risparmio, né della qualità di socio, alla luce delle disposizioni del codice che prevedono l'assegnazione a soggetti diversi dal socio della titolarità o legittimazione all'esercizio del voto e al cospetto di una multiforme disciplina speciale che in sempre più numerose circostanze impone una sospensione obbligatoria del diritto di voto⁸⁰. Un diritto quindi che ha progressivamente perso quelle caratteristiche che avevano portato a qualificarlo come diritto naturale, personale e inalienabile del socio.

La riforma del diritto societario ha seguito due ulteriori direttrici. In primo luogo, non soltanto ha enfatizzato la non rilevanza della titolarità del diritto di voto per l'acquisto della qualità di socio⁸¹, ma ha altresì disconosciuto il principio secondo cui solo al socio, cioè a colui che ha conferito capitale di rischio, può essere riconosciuto il diritto di voto. Vista la possibilità di attribuzione di diritti di voto su particolari materie (escluso il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti) e del diritto alla nomina di un componente indipendente dell'organo di gestione, dell'organo di alta sorveglianza (ove previsto) e di un sindaco ai portatori degli strumenti finanziari di cui agli artt. 2346, sesto comma e 2349, secondo comma, (art. 2351, quinto comma), sembra emergere la presa d'atto dell'opportunità di consentire anche a coloro che non effettuano conferimenti di capitale ma che, attraverso i loro apporti, legano stabilmente il successo del loro investimento alle sorti dell'impresa un certo grado di coinvolgimento nella organizzazione e gestione della società, non essendo ritenuti di per sé sufficienti gli strumenti di tutela offerti dal solo diritto generale dei contratti⁸².

⁸⁰ Su questi profili e su tutte le fattispecie di compressione del diritto di voto o di assegnazione dello stesso a non soci, v. l'ampia ricostruzione offerta da L. Calvosa, cit. *supra* alla nota 61, *passim*.

⁸¹ In argomento v. C. Angelici, *Il socio nella riforma*, in Camera di Commercio Industria Artigianato e Agricoltura di Sassari (a cura di), *La riforma del diritto societario*, Milano, 2004, p. 11 ss., a p. 15.

⁸² Può condividersi l'affermazione di C. Angelici, cit. *supra* alla nota 81, p. 15 s., secondo cui tra posizione di azionista e spettanza del voto si sarebbe creata una relazione univoca, tale per cui il socio non è più identificabile sulla base della titolarità del diritto di voto (si può essere quindi soci senza avere il diritto di voto) ma colui al quale è conferito il diritto di voto non può che essere riconosciuto come socio, purché si sottolinei che questa relazione riguarda soltanto il diritto di voto nell'assemblea generale. Ciò che dalla riforma emerge è una non insignificante perdita di centralità dell'assemblea generale, nel momento in cui al di fuori della stessa portatori di determinati strumenti finanziari possono essere chiamati ad esercitare il diritto di voto su argomenti specificamente indicati (che nulla esclude possano essere materie di competenza dell'assemblea generale), oltre che per l'approvazione delle deliberazioni dell'assemblea generale che possano pregiudicare i loro diritti (altrimenti non essendo apprezzabile la distinzione tra l'art. 2351, quinto comma e l'art. 2376, primo comma, che si occupa espressamente della questione), e a nominare un membro indipendente degli organi di governo. L'esercizio del diritto di voto da parte dei portatori di strumenti finanziari, sebbene al di fuori dell'assemblea generale, comporta comunque una manifestazione di volontà che in concorso con quella manifestata nell'assemblea dei soci può incidere nella vita della società in una misura e con caratteristiche che non erano consentite dall'ordinamento della società per azioni del 1942.

In secondo luogo, l'aumento della considerazione normativa del diritto di voto procede parallelamente ad una diminuzione delle sue possibilità di utilizzo. L'ampliamento delle possibilità di intervento sui meccanismi di allocazione dei diritti di voto, anche nel senso di una negazione degli stessi, farebbe pensare, a prima vista, che la titolarità del diritto di voto in assemblea assuma un'importanza superiore a quella rivestita in passato. Così però non è.

Una delle opzioni della riforma è stata quella di procedere ad una netta divisione di funzioni tra l'organo gestorio e l'organo assembleare, come emerge dalle disposizioni che affermano con chiarezza la responsabilità esclusiva degli amministratori nella gestione dell'impresa (art. 2380-bis, primo comma); che apparentemente eliminano la possibilità di riservare per via statutaria alla competenza dell'assemblea il potere di deliberare su determinati oggetti attinenti alla gestione della società così come la possibilità per gli amministratori di sottoporre liberamente all'esame dell'assemblea il compimento di atti di gestione (art. 2364, n. 5)⁸³; che consentono allo statuto di attribuire all'organo amministrativo competenze, altrimenti assembleari, di rilievo come le deliberazioni di incorporazione di società interamente possedute o possedute al novanta per cento, l'istituzione e soppressione di sedi secondarie, l'indicazione delle cariche amministrative con rappresentanza, la riduzione del capitale in caso di recesso del socio, l'adeguamento dello statuto a modifiche normative nonché il trasferimento della sede sociale nel territorio nazionale (art. 2365, secondo comma); che attribuiscono all'organo amministrativo la competenza a deliberare l'emissione di obbligazioni (art. 2410) e degli strumenti finanziari legati all'andamento economico della società (art. 2411, terzo comma), ad aumentare il capitale sociale con esclusione del diritto di opzione (art. 2443, primo comma), a segregare parti di patrimonio sociale per destinarle al soddisfacimento di specifici affari (2447-ter, secondo comma) e quindi, in definitiva, a decidere della struttura finanziaria della società e delle sue fonti di approvvigionamento di capitale in senso lato.

⁸³ Il nuovo art. 2364, primo comma, n. 5, si limita a prevedere che l'assemblea possa essere resa titolare per via statutaria di un potere meramente autorizzatorio rispetto ad atti di competenza degli amministratori. Per di più si chiarisce l'includibile responsabilità degli amministratori tanto nei confronti di soci, creditori e terzi quanto, sembrerebbe, nei confronti della società stessa (e questa sarebbe "la più importante modifica introdotta dal nuovo art. 2364¹, n. 5" secondo F. Bonelli, *Atti estranei all'oggetto sociale e poteri di rappresentanza*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 924 ss., a p. 925, nota 2), relativamente al compimento di atti gestori pur autorizzati dall'assemblea. Sul punto della competenza può essere motivo di interesse rilevare che agli amministratori l'art. 2380-bis riserva la competenza esclusiva nella gestione dell'impresa e non nella gestione della società, che è il veicolo organizzativo dell'impresa, una sua sovrastruttura. Viene da chiedersi, pertanto, se il riferimento esclusivo all'impresa, anziché alla società, possa aprire qualche spazio di intervento dell'assemblea nella gestione della società pur nella modifica dell'art. 2364 e oltre i confini del nuovo art. 2364, primo comma, n. 5 o se invece vada interpretata come un limite generale all'estensione del potere autorizzatorio dell'assemblea, laddove per responsabilità esclusiva degli amministratori nella gestione dell'impresa si intenda competenza esclusiva degli stessi anche per quanto concerne la gestione dell'organizzazione sociale.

Sebbene all'assemblea rimangano riservate deliberazioni di assoluta importanza (oltre ovviamente alla nomina di amministratori, sindaci, consiglieri di sorveglianza, liquidatori, anche quelle di approvazione del bilancio, nelle società che non adottano il sistema dualistico; di destinazione degli utili; di acquisto e vendita di azioni proprie; di acquisto di beni dai promotori, fondatori e amministratori nei due anni dell'iscrizione della società; di adozione degli opportuni provvedimenti a seguito di perdite superiori al terzo del capitale; di autorizzazione all'assunzione di partecipazioni in altre imprese comportante assunzione di responsabilità illimitata; di proposta all'ammissione al concordato fallimentare, al concordato preventivo e all'amministrazione controllata), l'impressione che si ricava è quella di un complessivo svuotamento delle competenze dell'organo assembleare e di un deciso spostamento del baricentro decisionale verso l'organo amministrativo, in nome di più efficienti e spediti processi decisionali. Se la scelta è certamente da condividere, in relazione a società che fanno appello al mercato del capitale di rischio o che comunque sono votate a un modello manageriale in cui ai soci spettano soltanto le decisioni organizzative di fondo⁸⁴, sono stati d'altra parte espressi forti dubbi sulla coerenza di tale scelta con il modello della società chiusa e con il principio della valorizzazione dell'autonomia statutaria⁸⁵. Da questo punto di vista, l'accresciuta flessibilità della regolamentazione del diritto di voto in assemblea perde gran parte delle sue possibilità applicative. In particolare, questa perdita di rilievo compromette parzialmente proprio l'appetibilità dell'istituto del voto limitato e del voto scalare dell'art. 2351, terzo comma, la cui applicazione è confinata alle sole società chiuse. Tuttavia, tenendo presente che è l'esercizio del diritto di voto per la nomina delle cariche sociali l'aspetto che, nella pratica, ha un più immediato impatto sul funzionamento della società⁸⁶, e che la nomina delle cariche sociali rimane pur sempre, anche se meno saldamente di prima, nelle mani dell'assemblea, il tema degli istituti volti a limitare o escludere il diritto di voto rimane di centrale importanza.

A conclusione di queste osservazioni mi pare si possa affermare che il diritto di voto ha certamente acquisito un tasso di elasticità prima sconosciuto. Ciò non toglie, tuttavia,

⁸⁴ V. tuttavia la posizione pro-assembleare basata sul crescente ruolo degli investitori istituzionali nelle società quotate assunta da F. d'Alessandro, *Nuovo ruolo dell'assemblea?*, in AA. VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, t. I, Milano, 2002, p. 99 ss., a p. 105 ss. in particolare, e da R. Sacchi, *La partecipazione dei soci ai processi decisionali delle società di capitali*, ivi, p. 182 ss., a p. 200 ss.

⁸⁵ Cfr., in particolare, P. Abbadessa, *L'assemblea nella s.p.a.: competenza e procedimento nella legge di riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 542 ss., a p. 542 s.

⁸⁶ V., ad esempio, la riformulazione delle disposizioni in materia di opa obbligatorie, ove il concetto di azione ordinaria, non più significativo alla luce della *deregulation* in materia di creazione di categorie azionarie, è stato sostituito da quello di azione che attribuisce il diritto di voto per la nomina di amministratori o consiglieri di sorveglianza (art. 105, secondo comma, t.u.f., come modificato dall'art. 3.1 del d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37).

che ogni intervento sul potere di voto, non imposto dalla legge come misura sanzionatoria, volto a comprimerne o vincolarne le modalità di esercizio, continua a presupporre pur sempre l'accordo delle parti (società e acquirenti di azioni), nella presunzione quindi di una consapevolezza e accettazione da parte del socio, che acquisti azioni con diritto di voto non pieno o che entri in una società che preveda limiti all'esercizio del diritto di voto, della soggezione a tali restrizioni⁸⁷; o comunque si accompagna a qualche forma di indennizzo di natura patrimoniale, che vedremo essere stata fornita dal legislatore italiano con l'attribuzione del diritto di recesso.

Del resto, il diritto di voto, per quanto elastica possa divenire la sua disciplina, conserva un valore, quantificabile in termini economico-finanziari.

Nelle società che abbiano quotate su mercati regolamentati tanto azioni con diritto di voto pieno quanto azioni, di regola privilegiate sul piano patrimoniale, prive del diritto di voto, il valore economico del voto è agevolmente identificabile nella differenza di prezzo di mercato delle azioni appartenenti alle due diverse categorie⁸⁸. Non altrettanto agevole è la misurazione del valore del voto nelle società che non abbiano entrambe le categorie di azioni quotate. Ciò non significa, tuttavia, che un tale valore non sia comunque da riconoscersi, come attestano tanto la normativa tedesca relativa alla soppressione del voto plurimo⁸⁹ quanto la disciplina comunitaria delle offerte pubbliche d'acquisto⁹⁰.

⁸⁷ Cfr. la pronuncia della *Cour de cassation (com.)* francese del 9-2-1999 (*Revue de sociétés*, 1999, p. 81 s.) ove si afferma che "Tout associé a le droit de participer aux décisions collectives et de voter, et les statuts ne peuvent déroger à ces dispositions", salvo che la soppressione del voto sia prevista dalla legge e la *Note* di P. Le Cannu, *ivi*, p. 83 ss., a p. 92, che vede in questa decisione, al di là del fatto da cui è originata e che è destinata a regolare, un "retour vers la conception classique du droit de vote, vu comme un «attribut essentiel de l'actionnaire»".

⁸⁸ Nell'ambito della letteratura americana cfr. R.C. Lease, J.J. McConnell e W.H. Mikkelson, *The Market Value of Control in Publicly-Traded Corporations*, 11 J. Fin. Econ. 439 (1983); P. Dodd e J.B. Warner, *On Corporate Governance: A Study of Proxy Contest*, 11 J. Fin. Econ. 401 (1983); H. Levy, *Economic Valuation of Voting Power of Common Stock*, 38 J. Finance 79 (1983) e, più di recente, T. Nenova, *The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis*, 68 J. Fin. Econ. 325 (2003). Sulla misurazione del valore del diritto di voto nel contesto italiano v. L. Zingales, *The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience*, 7 Rev. Fin. Studies 125 (1994) e, da ultimo, M. Bigelli, *Le azioni di risparmio*, Bologna, 2003.

⁸⁹ Ai sensi del § 12, *Abs. 1, AktG*, le azioni a voto plurimo non sono più ammissibili per il diritto tedesco. La possibilità di emissione delle stesse con autorizzazione governativa è stata definitivamente eliminata con il *KonTraG (Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich)* del 27 aprile 1998) e le azioni a voto plurimo in circolazione hanno perso il privilegio del voto plurimo il 1° giugno 2003, a meno che l'assemblea non abbia deliberato a maggioranza qualificata la permanenza del privilegio. L'*EGAktG*, § 5, *Abs. 2*, ha previsto tuttavia la possibilità di un'eliminazione anticipata delle azioni a voto plurimo, prima della scadenza del 1° giugno 2003, con una deliberazione a maggioranza semplice. In questa circostanza, al fine di assicurare la compatibilità costituzionale di una disciplina che consentiva l'eliminazione di un privilegio a prescindere dal consenso degli azionisti privilegiati, l'*EGAktG*, § 5, *Abs. 3*, come modificato dal *KonTraG*, ha stabilito che agli azionisti affetti dalla privazione del voto plurimo venisse riconosciuto il diritto ad un indennizzo che tenesse in adeguata considerazione il particolare valore del voto plurimo. Un'applicazione dell'istituto dell'indennizzo si è avuto nel caso "Siemens AG" deciso da *LG München*, 14-9-2001, in *AG*, 2002, p. 105 ss., ove si discuteva dell'ammontare dell'indennizzo da corrispondere ai membri della famiglia fondatrice le cui azioni erano state convertite in azioni ordinarie. Il Tribunale ha affermato che „Das Gesetz geht – in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen der Kapitalmarktwirtschaft – davon aus, dass das Stimmrecht einer Aktie grundsätzlich einen Geldwert besitzt“ (corsivo aggiunto) (*ivi*, p. 106). Vero tuttavia, ha precisato in seconda istanza il *BayObLG*, 31-7-2002, in *ZIP*, 2002, p. 1765 ss, che "[i]st ein solcher Wert [il valore del soppresso voto plurimo] nicht

2. Profili di diritto comparato. La disciplina statunitense.

La storia americana del principio «un'azione, un voto» evidenzia un interessante parallelismo con quella europea. Se nel corso del diciannovesimo secolo, gli *statutes* imponevano l'attribuzione di un diritto di voto ad ogni socio, non rilevando il numero di azioni da ciascun socio detenute, sul finire del secolo venne affermandosi la regola per cui ad ogni azione doveva corrispondere un diritto di voto, finendo per divenire inusuali norme di legge che disponessero diversamente⁹¹.

Invero, il diritto societario americano moderno (per esso intendendosi quello in vigore nei singoli Stati americani a partire dagli inizi del '900) ha sin dal principio lasciato alle società ampia libertà nella distribuzione dei diritti di voto. Le società, quindi, hanno facoltà di emettere tanto azioni a voto plurimo quanto azioni a voto limitato o prive del diritto di voto senza che una diversa assegnazione dei diritti di voto alle singole classi di azioni debba essere accompagnata da una diversa e compensativa regolamentazione dei diritti patrimoniali⁹².

feststellbar, ist es nicht angemessen, für die Beseitigung einen Ausgleich zu gewähren“ (corsivo aggiunto) (ivi, p. 1767). Non avendo ritenuto possibile accertare nel caso di specie l'esistenza di un valore del voto plurimo supplementare rispetto al valore del voto ordinario, la Corte d'appello ha negato il diritto all'indennizzo riconosciuto e quantificato, sulla base di una dettagliata consulenza tecnica, nella sentenza di primo grado.

⁹⁰ L'art. 11, paragrafo 5, Direttiva 2004/25/CE del 21 aprile 2004 concernente le offerte pubbliche di acquisto, prevede che, laddove siano sterilizzati restrizioni al diritto di voto e diritti di voto multipli nelle assemblee che decidono sull'adozione di misure difensive e in quelle successive al conseguimento da parte dell'offerente di almeno il 75% del capitale con diritto di voto, "è d'obbligo fornire un equo indennizzo per qualsiasi perdita subita dai titolari di questi diritti", spettando agli Stati membri fissare le condizioni per determinare questa compensazione e le modalità del pagamento.

⁹¹ Cfr. H. Henn e J. Alexander, *Laws of Corporations and Other Business Associations*³, 1983, p. 493, n. 3; D.L. Ratner, cit. *supra* alla nota 1, p. 8.

⁹² Stabilisce il § 212 (a), *Del. Gen. Corp. Code*, che: "Unless otherwise provided in the certificate of incorporation and subject to § 213 of this title, each stockholder shall be entitled to 1 vote for each share of capital stock held by such stockholder. If the certificate of incorporation provides for more or less than 1 vote for any share, on any matter, every reference in this chapter to a majority or other proportion of stock shall refer to such majority or other proportion of the votes of such stock". La s. 612, *New York Corp. Law*, prevede che: "Every shareholder of record shall be entitled at every meeting of shareholders to one vote for every share standing in his name on the record of shareholders, unless otherwise provided in the certificate of incorporation". Similmente, il § 700 (a), *Cal. Corp. Code*, sancisce che: "(a) Except as provided in Section 708 and except as may be otherwise provided in the articles, each outstanding share, regardless of class, shall be entitled to one vote on each matter submitted to a vote of shareholders". Un esempio di proibizione di classi di azioni a voto differenziato proveniva dalla Florida ("The Florida Corporation Code provides that '[e]ach outstanding share, regardless of class, shall be entitled to one vote on each matter submitted to a vote at a meeting of shareholders.", si legge in J. Seligman, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, 54 *Geo. Wash. L. Rev.* 687 (1986), a p. 712, nota 109) ma, oggi, anche il § 607.0721, *Florida Corporations Law*, sancisce che: "Except as provided in subsections (2), (3), and (4) or unless the articles of incorporation or this act provides otherwise, each outstanding share, regardless of class, is entitled to one vote on each matter submitted to a vote at a meeting of shareholders. Only shares are entitled to vote. If the articles of incorporation provide for more or less than one vote for any share on any matter, every reference in this act to a majority or other proportion of shares shall refer to such a majority or other proportion of votes entitled to be cast". Il § 6.01 (c), *Model Bus. Corp. Act*, a sua volta, raccomanda che: "The articles of incorporation may authorize one or more classes or series of shares that (...) have special, conditional or limited voting rights, or no right to vote, except to the extent otherwise

Il dibattito sull'opportunità di vincolare le società alla regola di un voto per azione si è consumato sul piano non del diritto societario, quindi, bensì sul piano del diritto dei mercati finanziari⁹³. A partire dal 1926, il New York Stock Exchange aveva adottato un orientamento tendenzialmente contrario alla quotazione di azioni con diritto di voto limitato o multiplo, pur senza mai vietarla espressamente nelle proprie *listing rules*⁹⁴. La contrarietà del Nyse era motivata dal fine di prevenire un intervento legislativo federale in materia, dopo che, anche grazie alla campagna di sensibilizzazione contro strumenti di concentrazione del potere economico in capo ai managers condotta da William Ripley, al tempo professore di economia politica all'università di Harvard, la questione delle azioni prive del diritto di voto era divenuta di pubblico interesse⁹⁵. Il Nyse, successivamente, motivò le sue decisioni in materia di delisting o di diniego di azioni a voto differenziato, alla luce della politica, enunciata per la prima volta il 7 maggio 1940, secondo cui "consistent with the Exchange's long-standing commitment to encourage high standards of corporate democracy, every listed company is expected to follow certain practices aimed at maintaining appropriate standards of corporate responsibility, integrity and accountability to shareholders"⁹⁶. Si trattò tuttavia, di un orientamento non esente da occasionali ma importanti eccezioni, come quando negli anni '50 il Nyse acconsentì alla quotazione della Ford Motor Company, nonostante le azioni di classe B in mano alla famiglia Ford, poco più del cinque per cento del totale delle azioni, detenessero il quaranta per cento del potere di voto complessivo.

Negli anni '80, tuttavia, la prassi di emettere azioni dotate di diritti di voto differenti tornò d'attualità. La differente regolamentazione dei due mercati concorrenti del Nyse, il Nasdaq e l'Amex, assai più permissiva in merito alla quotazione di azioni con diritto di voto multiplo o limitato o prive del diritto di voto, indusse il Nyse a riconsiderare la sua politica di divieto, per non perdere appetibilità nei confronti dei mercati concorrenti. Nel gennaio del 1985, il Nyse Subcommittee on Shareholder Participation and Qualitative Listing Standards for Dual Class Capitalization propose di consentire, in presenza di certe

provided by this Act". Per l'auspicio che la materia della struttura del capitale azionario, e quindi anche dei diritti di voto degli azionisti, rimanga riservata alla contrattazione privata, v. T.K. O'Neil, *Rule 19c-4: The SEC Goes Too Far in Adopting a One Share, One Vote Rule*, 83 Northwestern University Law Review 1057(1989), a p. 1075 ss.

⁹³ V, in particolare, J. Seligman, cit. *supra* alla nota 92, *passim*.

⁹⁴ In una dichiarazione rivolta al pubblico del 18 gennaio 1926, il Nyse affermò che: "without at this time attempting to formulate a definite policy, attention should be drawn to the fact that in the future the committee, in considering applications for the listing of securities, will give careful thought to the matter of the voting control".

⁹⁵ Tanto da indurre l'allora Presidente Calvin Coolidge a convocare il professor Ripley per discutere della questione e delle possibili soluzioni.

⁹⁶ *Nyse Listed Company Manual*, § 301.00.

condizioni, agli emittenti quotati sul Nyse l'emissione di azioni a voto differenziato⁹⁷. La proposta suscitò reazioni a livello federale, tanto che membri del Parlamento si spinsero a minacciare l'adozione di una disposizione di legge federale che sancisse il principio un'azione, un voto, come standard obbligatorio per le società quotate su qualunque mercato, se Nyse, Amex e Nasdaq non avessero negoziato una regola comune che accogliesse tale principio. I negoziati fallirono e nel giugno del 1986 gli amministratori del Nyse approvarono la proposta di consentire le ricapitalizzazioni con emissione di azioni a diritto di voto differenziato, qualora vi fosse l'approvazione della maggioranza delle azioni emesse e della maggioranza degli amministratori indipendenti⁹⁸. La proposta del Nyse accese un intenso dibattito dottrinale, probabilmente eccessivo rispetto alla concreta rilevanza del fenomeno⁹⁹.

Muovendo dal presupposto che le azioni a voto ridotto o multiplo possono venire e abitualmente sono utilizzate come meccanismo di difesa dalle società che siano potenziali target di offerte pubbliche d'acquisto, l'orientamento contrario all'ammissione a quotazione di società che avessero una struttura di capitale azionario fondata su più classi di azioni a voto differenziato (Seligman, Gordon) motivava la propria ostilità verso il fenomeno sulla base di considerazioni di efficienza della gestione delle società e del sistema economico nel suo complesso. Il conseguimento da parte dei manager di un potere di voto sproporzionato al loro investimento azionario, e in grado di determinare il controllo della società attraverso l'utilizzo di azioni a voto differenziato, avrebbe l'effetto negativo di sottrarre il management alla disciplina del mercato del controllo societario. Inoltre, verrebbe pregiudicata la capacità del *board of directors* di esercitare con indipendenza le sue funzioni di controllo sul management, posto che la nomina e la permanenza in carica dei *directors* finirebbe per dipendere dalla volontà dei manager. Pur riconoscendo che continuerebbero a svolgere una funzione di disciplina il mercato dei

⁹⁷ In particolare, il Subcommittee suggerì al Nyse di adottare una disposizione secondo la quale la creazione di due classi di *common stock* a voto differenziato non avrebbe determinato il delisting delle azioni quotate al Nyse alle seguenti, alternative, condizioni: la deliberazione di emissione delle azioni a voto differenziato fosse approvata dai due terzi delle azioni aventi diritto di voto in materia; la proposta fosse stata preventivamente approvata dalla maggioranza di amministratori indipendenti, se l'emittente avesse un consiglio di amministrazione composto in maggioranza da amministratori indipendenti, o da tutti gli amministratori indipendenti, se questi fossero una minoranza nel consiglio di amministrazione; e che fra i diritti di voto delle azioni delle due classi vi fosse un rapporto non superiore a quello di uno a dieci; che i diritti dei detentori delle due classi di azioni fossero sostanzialmente i medesimi, con l'eccezione dei diritti di voto.

⁹⁸ La proposta, finalmente adottata dal Nyse, aveva un carattere decisamente più permissivo rispetto a quella formulata dal Subcommittee, posto che non vennero riprodotte le condizioni dell'approvazione a maggioranza qualificata dei due terzi delle azioni in circolazione, del rapporto massimo di uno a dieci fra i diritti di voto delle azioni delle due classi né della sostanziale uguaglianza degli altri diritti collegati alle azioni delle due classi.

⁹⁹ Per questa annotazione v. F.H. Easterbrook e D.R. Fischel, *L'economia della società per azioni*, Milano, 1996 (trad. it. di M. Scalia), p. 304, nota 7.

prodotti e quello del credito e pur ammettendo la difficoltà di verificare empiricamente gli effetti negativi futuri sul valore della società derivanti dell'adozione di una siffatta struttura del capitale azionario, l'isolamento della società dal mercato dei *takeovers* e la compromissione della funzione di controllo interno avallerebbero comportamenti inefficienti dei manager a danno della società, dei suoi azionisti e dell'economia nel suo complesso¹⁰⁰. Anche sotto il profilo dell'equità, emissioni azionarie volte a ridurre il potere di voto degli azionisti esterni sarebbero inopportune in quanto andrebbero a ledere la caratterizzazione democratica che deriva alle società quotate dall'adozione della regola un'azione, un voto, abbinata ai meccanismi di raccolta delle deleghe di voto¹⁰¹.

Obiezioni sono state mosse anche nei confronti delle asserzioni con cui si giustificano emissioni azionarie volte a trasferire o ad assicurare il controllo nelle mani dei manager¹⁰². All'affermazione che gli azionisti, in quanto soggetti non completamente informati sul reale valore e sulle reali prospettive dell'impresa né legittimati a ricevere informazioni complete per ovvie esigenze di riservatezza sugli affari sociali, potrebbero essere ingannevolmente indotti a cedere il controllo a terzi offerenti per massimizzare il loro investimento e che di conseguenza i manager potrebbero essere indotti ad agire in una logica di breve termine sulla base dei soli segnali positivi o negativi immediati che le loro decisioni trasmettono al mercato, si replica che l'argomento prova troppo in quanto è utilizzabile per negare efficacia ad ogni strumento di prevenzione dei takeover ostili e non rassicura sul perché un paternalismo manageriale non dovrebbe trasformarsi in un

¹⁰⁰ Queste valutazioni non muterebbero nemmeno laddove la ricapitalizzazione avvenisse con l'approvazione degli azionisti esterni, in quanto questi nell'immediato potrebbero anche negoziare una adeguata compensazione patrimoniale per la riduzione del potere di voto ma non potrebbero però assicurarsi da futuri comportamenti inefficienti pregiudizievole per il valore della società. Inoltre, "if the basic economic effect of dual class voting structures is a loss in management efficiency, a payment to shareholders will not compensate society for that economic cost": Seligman, cit. *supra* alla nota 92, p. 723.

¹⁰¹ Seligman, cit. *supra* alla nota 92, p. 717 ss. E' interessante notare come il concetto di democrazia societaria sia suscettibile dei più diversi contenuti, a seconda del contesto socio-economico in cui le società si trovino ad operare. Nella letteratura americana, dopo alcuni sporadici tentativi di dimostrare l'opportunità di instaurare meccanismi di voto che prescindano dalla logica capitalistica del principio di proporzionalità tra investimento e potere di governo, è la regola un'azione, un voto che viene considerata il baluardo dei principi di governo democratico delle società aperte al pubblico risparmio, purché ovviamente essa sia accompagnata da una reale possibilità per tutti gli azionisti di esprimere il proprio voto. Ogni deviazione da questa regola, sia essa ottenuta attraverso l'emissione di azioni a voto multiplo destinate al gruppo di controllo che attraverso altre operazioni che valgano comunque a ridurre il potere di voto degli azionisti estranei al controllo della società, è considerata una deviazione dal sistema di gestione democratica della società. Nella letteratura europea, viceversa, pur concordando sulla premessa che non può aversi partecipazione democratica di tutti gli azionisti senza la predisposizione di meccanismi che assicurino loro la facoltà di manifestare in concreto la loro volontà, si ritiene che l'introduzione di elementi democratici nella società si abbia con una limitazione dell'operatività del principio capitalistico o di proporzionalità, nel senso cioè di un'attribuzione del potere di voto proporzionalmente inferiore all'investimento effettuato, allorché si raggiungono determinate soglie e, parallelamente, ad un aumento più che proporzionale del potere di voto di chi si mantenga al di sotto di quelle soglie. Sul concetto di democrazia azionaria, v. più ampiamente *infra*.

¹⁰² Una panoramica delle quali si legge in D.R. Fischel, *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock*, 54 U. Chi. L. Rev. 119 (1987), p. 136 ss.; G.W. Dent, Jr., *Dual Class Capitalization: A Reply to Professor Seligman*, 54 Geo. Wash. L. Rev. 725 (1986), p. 746 ss.

opportunismo manageriale¹⁰³. Non vi sarebbe del resto prova che gli azionisti commettono stabilmente errori di valutazione nell'aderire ad offerte pubbliche d'acquisto ostili.

Alla motivazione consistente nella necessità di tutelare la società da offerte "predatorie" in grado di coartare la volontà degli azionisti senza assicurare loro un adeguato premio in cambio delle azioni cedute, si risponde che la legge offre vari strumenti di protezione contro questo tipo di offerte, non necessariamente più costose, e che, comunque, il premio medio garantito agli azionisti è più alto nell'ambito di takeover ostili che in takeover negoziati¹⁰⁴.

Alla preoccupazione che, in mancanza di soluzioni che garantiscono il controllo in mano ai manager, il pericolo di opportunismo dei soci esterni nel trasferire ad offerenti terzi le loro azioni si traduca nella volontà dei primi di tutelarsi mediante onerosi meccanismi di compensazione per il lavoro svolto in caso di trasferimento del controllo (come i *golden parachutes*) o nel desiderio dei manager di acquisire competenze generali spendibili presso ogni impresa piuttosto che in competenze specialistiche, sfruttabili nella società in cui lavorano ma non utilizzabili altrove, si controbatte che tale modo di argomentare assegna, senza darne adeguata prova, al mercato per il controllo societario il ruolo di causa di comportamenti inefficienti anziché il ruolo di possibile soluzione a gestioni inefficienti, come viene comunemente e persuasivamente ritenuto. Inoltre, tale assunto non spiega per quale ragione le emissioni di azioni a voto differenziato siano caratteristiche di società non caratterizzate da un'azionariato particolarmente diffuso, ove il pericolo di un opportunismo dei soci esterni sarebbe più concreto, bensì in società controllate da famiglie o manager con quote cospicue¹⁰⁵.

¹⁰³ J.N. Gordon, *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, 76 Cal. L. Rev. 1 (1988), a p. 11 s.

¹⁰⁴ J.N. Gordon, cit. *supra* alla nota 103, p. 12 ss.

¹⁰⁵ *Ivi*, p. 15 ss. H. De Angelo e L. De Angelo, *Managerial Ownership of Voting Rights*, 14 *Journal of Financial Economics* 33 (1985), *passim*, hanno condotto un'analisi empirica su un campione di quarantacinque società americane con una struttura azionaria multiclasse per verificare il grado di concentrazione della proprietà azionaria nelle mani dei manager. Nel campione rientravano società che nell'anno 1980 avevano le seguenti caratteristiche: più classi di azioni aventi gli stessi diritti patrimoniali ma diritti di voto differenziati; le azioni della classe con diritti di voto inferiore non erano convertibili a richiesta del possessore in azioni della classe con diritti di voto superiore; nessuna classe di azioni era riscattabile, autorizzata ma non emessa, ovvero qualificata come "preferred". Ventuno delle predette società avevano una struttura definita dagli autori "voting - non-voting", in quanto gli azionisti della classe inferiore o erano privi del diritto di voto o disponevano del diritto di voto soltanto in relazione a materie diverse dall'elezione degli amministratori. Quindici società avevano una struttura definita "class voting" in quanto l'elezione del consiglio di amministrazione avveniva mediante votazioni separate delle classi, una delle quali avente diritto ad eleggere una quota di amministratori maggiore di quella spettante all'altra classe. In nove società, invece, si riscontrava una struttura di tipo "pooled voting", in cui le due classi votavano contestualmente per l'elezione degli amministratori, ma una delle due disponevano di un numero di voti maggiore dell'altra. Dall'analisi è emerso che i manager di queste società tendono a detenere partecipazioni più cospicue nelle classi di azioni a voto superiore e, nella maggioranza assoluta dei casi, tali partecipazioni erano sufficienti ad assicurare il controllo della società. Inoltre, è emersa univocamente la tendenza dei manager a detenere una quota di voti proporzionalmente superiore alla rispettiva quota di *cash flows*, sebbene quest'ultima in nessun caso sia da considerarsi percentualmente minimale. Secondo gli Autori, la ragione per cui alcune

Le società a controllo familiare, si afferma, non si quoterebbero e quindi soffrirebbero una limitazione nell'accesso alle risorse per lo sviluppo, se non al prezzo di un eccessivo indebitamento, se i soci di maggioranza non potessero avvalersi di una struttura azionaria in grado di assicurare loro il mantenimento del controllo e quindi il godimento dei benefici, patrimoniali e non, che questo reca. A questa osservazione è possibile replicare che, innanzitutto, occorre distinguere tra società che, all'atto dell'offerta al pubblico delle loro azioni, già presentano una struttura di governance basata su più categorie di azioni distinte sul piano dei diritti di voto e società che alterano il potere di voto dei soci esterni attraverso nuove emissioni azionarie, successive alla prima quotazione. Soltanto in relazione alle prime, la motivazione può avere credito, se non altro perché gli oblati sottoscrittori o acquirenti delle azioni possono chiedere uno sconto sul prezzo di acquisto che vada a compensare il ridotto o inesistente potere di voto loro riconosciuto, diversamente da quanto si verifica in relazione alle ricapitalizzazioni. Tuttavia, l'esistenza di un'unica classe di azioni per tutti i soci assicura che chi intenda acquisire il controllo della società effettui un investimento cospicuo, tale cioè da legare le sorti del patrimonio del socio di controllo a quelle della società controllata e da costituire adeguata garanzia per gli azionisti esterni¹⁰⁶.

Altra e consistente motivazione che si celerebbe dietro l'adozione di *dual class common stock* starebbe nell'opportunità di assicurare una adeguata compensazione a chi, detenendo una rilevante partecipazione e avendo perciò effettuato un rilevante investimento, sia indotto ad esercitare una costosa attività di monitoraggio sul management della quale tutti gli altri azionisti, con un tipico atteggiamento di *free riding*, beneficerebbero senza oneri. In sostanza, se non fosse consentito a chi acquisisce partecipazioni consistenti di avvalersi di soluzioni che assicurino il controllo della società e quindi il godimento dei benefici privati che il controllo comporta, nessuno desidererebbe perdere i vantaggi, statisticamente dimostrati, che derivano dalla diversificazione del portafoglio delle partecipazioni e quindi non vi sarebbe modo per gli azionisti di approfittare dell'attività di monitoraggio svolta da altri. A questa valutazione si oppone che, in realtà, garantire il controllo senza richiedere un commisurato investimento a chi ne beneficia significa accrescere i costi di agenzia nel rapporto fra azionisti di controllo,

public corporations adottano una struttura multiclasse a differenza della grande maggioranza delle altre *public corporations* sarebbe da rinvenire nella circostanza che la concentrazione dei voti in mano ai manager darebbe benefici netti a favore di tutti gli azionisti (altrimenti il mercato dei capitali determinerebbe un aumento del costo del capitale che decreterebbe l'insuccesso di operazioni del genere) e che una limitata capacità finanziaria sia a livello personale che societario renderebbe costosa una struttura proprietaria improntata alla proporzionalità fra diritti sul *cash flow* e diritti di voto.

¹⁰⁶ J.N. Gordon, cit. *supra* alla nota 103, p. 20 s.

che potrebbero trovare il modo di utilizzare i fondi sociali a loro personale vantaggio, e azionisti di minoranza e significa incentivare una riduzione dell'investimento e quindi una minore compartecipazione degli azionisti di controllo alle sorti di lungo periodo della società¹⁰⁷.

Secondo questa letteratura, nemmeno l'approvazione degli azionisti esistenti varrebbe a giustificare la libertà per le società quotate di compiere operazioni che alterino il potere di voto degli azionisti esterni al gruppo di controllo, in quanto, a ben vedere, l'approvazione non sarebbe "sincera", bensì ottenuta sfruttando i problemi di azione collettiva e di scelta strategica che incontrano i piccoli azionisti. L'apatia razionale che caratterizza il piccolo azionista, tendenzialmente non incline a sopportare i costi connessi ad un esercizio informato del proprio diritto di voto, comporta che i voti o non siano espressi o siano esercitati nella direzione suggerita dal management che raccoglie le deleghe di voto. Anche qualora il singolo azionista percepisca i pericoli connessi ad una proposta del management, i costi connessi all'organizzazione di un'opposizione alla proposta, costi che egli dovrebbe sopportare interamente pur beneficiando solo pro quota dei vantaggi, verosimilmente lo inducono a confidare che altri si attivino per contrastare le iniziative del management ed eventualmente a "cavalcare", come *free-rider*, i vantaggi derivanti dalle altrui manovre di contrasto¹⁰⁸. Considerato peraltro che queste proposte avvengono in società dove un gruppo di soci legati da rapporti familiari o i manager già detengono rilevanti partecipazioni, la reiezione delle proposte richiederebbe una particolarmente vasta partecipazione degli altri azionisti. La controprova della volontà di sfruttare i problemi di azione collettiva si avrebbe dalla constatazione che le ricapitalizzazioni non vengono proposte nelle società dove è consistente la presenza di investitori istituzionali, che per la misura degli investimenti effettuati e il carattere professionale e organizzato della loro attività di investimento, non sono tendenzialmente soggetti a fenomeni di apatia razionale¹⁰⁹, ma che sarebbero certamente inclini ad approvare operazioni finanziarie in grado di incrementare il valore della società. A quanto detto si dovrebbe aggiungere che spesso la proposta di ricapitalizzazione viene accompagnata, per essere resa più appetibile, da un'altra distinta proposta, favorevole per gli azionisti, la cui efficacia viene condizionata all'approvazione della prima (c.d.

¹⁰⁷ *Ivi*, p. 21 ss.

¹⁰⁸ *Ivi*, p. 43 ss.

¹⁰⁹ *Ivi*, p. 46 s. Ciò peraltro non significa che gli investitori istituzionali siano sempre incline a manifestare con il proprio voto il dissenso nei confronti del management. La presenza diffusa di conflitti di interesse cui sono esposti la maggior parte degli investitori istituzionali, salvo probabilmente i soli fondi pensione pubblici, comporta spesso una concreta difficoltà di opposizione alle proposte del management.

“sweetener”), oppure dall’avvertimento che, in mancanza di un’approvazione, la società dovrà rinunciare a strategie ottimali; ciò al fine evidente di distorcere e condizionare la volontà degli azionisti¹¹⁰. Infine, l’evidenza empirica dimostrerebbe che società soggette a questo tipo di ricapitalizzazioni subiscono un decremento del valore a carico degli azionisti o comunque non sperimentano guadagni certi a loro favore¹¹¹. Per queste ragioni, la regola un’azione, un voto dovrebbe essere preservata e resa immune da operazioni che ne possano alterare le fondamenta a danno degli azionisti esterni¹¹².

Una diversificazione delle azioni sul piano dei diritti di voto andrebbe proibita del tutto nelle *public corporations* secondo chi ritiene che essa valga nel lungo termine a ridurre il grado di *accountability* dei managers nei confronti degli azionisti e, di conseguenza, a compromettere il benessere della società nel suo complesso¹¹³. Il diritto di voto non dovrebbe essere inserito fra le materie negoziabili, in quanto non appartiene alle questioni di mercato ma alle questioni di governo societario¹¹⁴. L’esistenza di azionisti diffusi privi del diritto di voto o con potere di voto inferiore ai manager azionisti di controllo, sebbene la riduzione del potere di voto sia stata opportunamente esplicitata all’atto della sottoscrizione o dell’acquisto delle azioni e sebbene l’inferiore prezzo d’acquisto rifletta la *deminutio* dei poteri di alcuni azionisti rispetto ad altri, porterebbe a immunizzare i manager da ogni efficace controllo. In mancanza infatti del monitoraggio degli azionisti e della contendibilità della società e visto il presumibilmente ridotto grado di indipendenza del consiglio di amministrazione rispetto ai manager la cui attività sarebbe chiamato a vigilare (essendo gli amministratori nominati sostanzialmente su proposta dei manager azionisti) non resterebbe che affidarsi alla disciplina imposta dai doveri fiduciari dei manager, la cui violazione però diviene rilevante giudizialmente soltanto in casi assai manifesti. Né eserciterebbero migliore efficacia il mercato dei prodotti e quello dei capitali in quanto il primo, in mancanza di una perfetta

¹¹⁰ *Ivi*, p. 47 ss.

¹¹¹ *Ivi*, p. 23 ss.

¹¹² Premesso che questa regola, fra quelle relative alla distribuzione dei diritti di voto, è la più efficiente, si pone il problema di stabilire a quale livello normativo dovrebbe essere imposta. Questo problema è stato sollevato negli Stati Uniti ove il diritto societario e il diritto dei mercati finanziari conoscono molte fonti concorrenti. La soluzione preferibile, al fine di impedire che una regolamentazione a livello statale o federale proibisca le ricapitalizzazioni anche in quei limitati casi in cui possano essere utili, è quella di una imposizione della regola a livello delle norme dei singoli mercati che disciplinano le condizioni della quotazione. Così J.N. Gordon, cit. *supra* alla nota 103, p. 70 ss., il quale peraltro non crede che la competizione tra ordinamenti porti ad una “race to the top”, nella quale invece confida Fischel.

¹¹³ L. Lowenstein, *Shareholder Voting Rights: A Response to professor Gilson*, 89 Colum. L. Rev. 979 (1989), a p. 1005.

¹¹⁴ Precisa L. Lowenstein, cit. *supra* alla nota 113, p. 1008 che “Voting rights are not a market issue; they are a governance issue. Equal voting rights are not important merely to enforce a fair distribution of profits. They are also the traditional, minimal, fail-safe constraint on the integrity, diligence and competence of those who manage publicly trade corporations (...)” e, a p. 1011, che “Voting rights seem to me such a necessary and long-accepted part of the governance structure as to be nonnegotiable”.

concorrenzialità, sconta la possibile esistenza di rendite di posizione di alcune imprese e quindi una diluizione nel tempo del suo potere di disciplina. Il secondo opera ugualmente con lentezza, attesi i vari canali di finanziamento a cui possono attingere i manager prima che il costo del capitale cresca sia in relazione al capitale di rischio che in relazione al capitale di debito¹¹⁵. Ad essere irrimediabilmente pregiudicata non sarebbe soltanto la legittimità dell'impresa societaria, essendo i manager resi irresponsabili nei confronti degli azionisti diffusi, ma anche la sua efficienza, in quanto non vi sarebbero disincentivi sufficienti per i manager ad astenersi da comportamenti predatori o *moral hazards* a danno degli azionisti¹¹⁶.

L'orientamento favorevole (Fischel, Gilson, Dent) sottolineava la mancanza di prove empiriche relative agli effetti negativi sul valore complessivo della società che l'esistenza di *dual class common stock* determinerebbe. Potendo esistere circostanze in cui una distribuzione dei diritti di voto non proporzionale risulti efficiente, nel senso di promuovere un incremento di lungo termine del valore della società, non vi sarebbe motivo di vietare tale diversificata allocazione dei voti in ogni caso¹¹⁷. Inoltre, l'orientamento contrario alle emissioni di azioni a voto differenziato incorrerebbe in una contraddizione. Poiché l'effetto di una proporzionale ripartizione dei voti fra gli azionisti si ottiene sempre attraverso una deliberazione soggetta alla preliminare approvazione degli azionisti, a questi ultimi è data la possibilità di valutare ciò che è meglio confacente ai loro interessi. Privare gli azionisti di questa opportunità, in base all'assunto che i problemi di azione collettiva o di apatia razionale impedirebbero loro di bloccare decisioni contrarie ai loro interessi, contrasterebbe con la volontà di imporre la regola un'azione, un voto, la cui finalità è quella di assicurare agli azionisti un potere di voto proporzionale di cui è

¹¹⁵ L. Lowenstein, cit. *supra* alla nota 113, p. 1008 s.

¹¹⁶ *Ivi*, p. 1010 s.

¹¹⁷ Secondo R.J. Gilson, *Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes*, 73 Virg. L. Rev. 807 (1987), a p. 828 ss, l'organizzazione secondo più categorie di azioni a voto differenziato sarebbe utile alle società che si trovano nella fase iniziale del loro sviluppo e che, operando in mercati ad alto tasso di crescita e concorrenzialità, necessitano di cospicui investimenti di capitale. In queste società, l'imprenditore fondatore che detiene una partecipazione di controllo si trova dinanzi al seguente dilemma: o reperire capitale attraverso l'emissione di nuove azioni a favore di terzi e con ciò determinando una diluizione della propria partecipazione sino alla perdita del controllo; o sottoscrivere parte dell'emissione e con ciò accrescendo il rischio non sistematico dovuto al proprio investimento nella società; o privilegiare il mantenimento del controllo senza sopportare costi personali aggiuntivi ma con ciò compromettendo le possibilità di sviluppo della società. In questo tipo di società, afferma l'Autore, il ricorso alle *dual class common stock* consente all'azionista di maggioranza di raccogliere capitale da destinare a futuri investimenti senza costringerlo a sopportare costi aggiuntivi (perdita del controllo o concentrazione del rischio finanziario personale). L'emissione, in secondo luogo, non sarebbe contraria agli interessi degli altri azionisti in quanto questi hanno accettato di divenire soci già consapevoli dell'esistenza di un azionista di maggioranza. In terzo luogo, le caratteristiche dei mercati in cui operano queste società favoriscono l'allineamento degli interessi dei manager a quelli degli azionisti e incentivano i primi a guidare l'impresa in maniera efficiente. Per queste ragioni, non andrebbe proibita la vendita di azioni a voto non proporzionale (né si dovrebbe richiedere una specifica approvazione degli azionisti) bensì la conversione delle azioni esistenti in classi di azioni a voto differenziato ed ogni altra misura che restringa il potere di voto degli azionisti esistenti.

auspicato l'utilizzo. Delle due l'una: o si ritiene che gli azionisti non siano in grado di esercitare opportunamente il loro voto e allora non si vede la ragione dell'asserita necessità della regola un'azione, un voto; o si ritiene che gli azionisti siano in grado di esercitare consapevolmente il loro voto e allora non si spiega il perché li si debba privare della possibilità di votare proprio su proposte del genere¹¹⁸. Il riferimento indistinto ai problemi di azione collettiva e apatia razionale, peraltro, non terrebbe conto del fatto che la loro rilevanza è inversamente proporzionale alla crescita delle partecipazioni detenute da investitori istituzionali, sempre più inclini ad esercitare consapevolmente i loro diritti amministrativi e sufficientemente informati per valutare l'efficienza di proposte afferenti la futura struttura di governance della società¹¹⁹.

Ammettendo tuttavia che il risultato del voto degli azionisti possa essere in qualche misura falsato dal potere dei manager di influenzare il procedimento di votazione¹²⁰, si è proposto di vietare tutte le operazioni delle *public corporations* che comportino una distribuzione non proporzionale dei voti, salvo approvazione da parte dei soli azionisti disinteressati e con l'eccezione di quelle deliberazioni che prevedano un diritto d'opzione sulle azioni vendute o di nuova emissione a favore di tutti gli azionisti o emissioni destinate a favorire transazioni condotte "at arm's length"¹²¹. Si è anche suggerito di riconoscere per via legislativa il diritto di recesso a favore dell'azionista dissenziente rispetto ad ogni deliberazione che abbia l'effetto di incidere sul potere di voto degli azionisti esterni. Questa opzione non soltanto non contraddirebbe l'assunto della società come contratto e della modificabilità a maggioranza del suo contenuto originario ma fungerebbe da deterrente contro le operazioni dettate da interessi divergenti da quelli degli azionisti in generale (che, se esercenti in massa il diritto di recesso, costringerebbero la società a restituire buona parte del proprio patrimonio) senza negare a priori in ogni società ricapitalizzazioni, in ipotesi anche capaci di incrementare il valore della società¹²².

Altri ha posto l'accento sull'opportunità di favorire una concorrenza regolamentare fra

¹¹⁸ G.W. Dent, Jr., cit. *supra* alla nota 102, p. 734 s.; T.K. O'Neal, cit. *supra* alla nota 92, p. 1077 s.; P.N. Flocost, *Toward a Liability Rule Approach to the "One Share, One Vote" Controversy: an Epitaph for the Sec's Rule 19c-4?*, 138 U. Pa. L. Rev. 1761 (1990), p. 1814 s.

¹¹⁹ D.C. Ashton, *Revisiting Dual-Class Stock*, 68 St. John's L. Rev. 863 (1994), p. 949 ss.

¹²⁰ Per quanto concerne il procedimento di sollecitazione delle deleghe di voto, gli incumbents sono avvantaggiati sugli insurgents sotto vari profili, fra cui la possibilità, preclusa ai secondi, di usufruire dei fondi sociali e un più rapido accesso alla lista degli azionisti registrati cui inviare i moduli per la sollecitazione. In secondo luogo, i manager sono nella posizione di esercitare pressioni di varia natura su quegli investitori istituzionali che in più larga misura soffrono di una situazione di conflitto di interessi, come ad esempio le banche o i fondi pensione privati. In terzo luogo, nessuna disposizione vieta ai managers di votare come azionisti nelle materie in cui essi hanno un personale interesse. Infine, vi sono leggi statali che istituzionalizzano una allocazione dei diritti di voto differente da quella di un voto per azione. Per queste considerazioni, v. G.W. Dent, Jr., cit. *supra* alla nota 102, p. 754.

¹²¹ *Ibidem*.

¹²² P.N. Flocost, cit. *supra* alla nota 118, p. 1800 ss.

mercati azionari, che, analogamente alla concorrenza fra ordinamenti societari statali, spingerebbe verso un miglioramento della qualità delle regole e soprattutto verso una produzione di regole sempre più confacente agli interessi degli azionisti (chè, altrimenti, questi negherebbero alle società le risorse necessarie)¹²³.

In seguito al fallimento dei negoziati fra i mercati azionari, la *Security and Exchange Commission*, ritenendo di disporre del potere di regolamentare le caratteristiche delle *securities* da quotare sui mercati soggetti alla sua vigilanza, promulgò il 7 luglio 1988 la *Rule 19c-4* con la quale vietava a tutti i mercati regolamentati di consentire la quotazione di emittenti domestici che avessero emesso azioni o adottato ogni altra misura avente l'effetto di privare, restringere o diversificare i diritti di voto per azione assegnati ai titolari di categorie di *common stock* già emesse¹²⁴. L'autorità di vigilanza aveva sposato le tesi di coloro che sostenevano la pericolosità per il pubblico degli investitori dell'istituto delle *dual class common stock*¹²⁵.

¹²³ Secondo D.R. Fischel, cit. *supra* alla nota 102, p. 123 ss., gli incentivi che spingerebbero i mercati azionari ad adottare disposizioni che massimizzino gli interessi degli investitori deriverebbero, innanzitutto, dalla soggezione delle regole di quotazione alla conoscenza e quindi al giudizio degli investitori. Difficilmente, quindi, la società di gestione di un mercato adotterebbe norme a loro detrimento. In secondo luogo, giocherebbe a favore degli investitori la necessità dei mercati di mantenere una buona reputazione. Sarebbe, quindi, nell'interesse del mercato azionario, scegliere disposizioni sul voto degli azionisti che impediscano abusi a danno degli investitori. Questi ultimi, altrimenti, perderebbero fiducia nel mercato e il mercato perderebbe commissioni a causa di una riduzione delle negoziazioni. In proposito, la crescita delle partecipazioni azionari nelle mani degli investitori istituzionali, informati e professionalmente competenti a valutare la bontà dei regolamenti, garantirebbe il monitoraggio sull'attività regolamentare delle società di gestione dei mercati. Infine, se un mercato adottasse regole pregiudizievoli per gli azionisti, gli altri mercati avrebbero i giusti incentivi a dettare regole più favorevoli per attrarre la quotazione di nuove società e quindi incrementare il volume delle negoziazioni.

Per una critica della tesi che la concorrenza fra mercati spingerebbe verso una "race to the top" anziché alla più probabile "race to the bottom", atteso il ridotto grado di concorrenzialità esistente fra i mercati azionari, v. J.N. Gordon, cit. *supra* alla nota 103, p. 68 ss. e anche G.W. Dent, Jr., cit. *supra* alla nota 102, p. 743 s.

¹²⁴ Più precisamente, stabiliva la rule 19c-4 che: "(a) The rules of each exchange shall provide as follows: No rule, stated policy, practice, or interpretation of this exchange shall permit the listing, or the continuance of the listing, of any common stock or other equity security of a domestic issuer, if the issuer of such security issues any class of security, or takes other corporate action, with the effect of nullifying, restricting or disparately reducing the per share voting rights of holders of an outstanding class or classes of common stock of such issuer registered pursuant to section 12 of the Act. (b) The rules of each association shall provide as follows: No rule, stated policy, practice, or interpretation of this association shall permit the authorization for quotation and/or transaction reporting through an automated inter-dealer quotation system ("authorization), or the continuance of the authorization, of any common stock or other equity security of a domestic issuer, if the issuer of such security issues any class of security, or takes other corporate action, with the effect of nullifying, restricting or disparately reducing the per share voting rights of holders of an outstanding class or classes of common stock of such issuer registered pursuant to section 12 of the Act". Tra le *corporate actions* considerate illegittime dalla Sec rientravano l'introduzione di "Time Phased" Voting (restrizioni al diritto di voto basate sulla durata del possesso delle azioni) e, salva l'esenzione a favore delle leggi statali sui takeover, di "Capped" Voting Plans (limiti al potere di voto basati sul numero di azioni possedute) così come Super Voting Stock Distributions (emissione di azioni con diritti di voto maggiori dei diritti di voto spettanti alla classe o alle classi di common stock già in circolazione) e Exchange Offers di azioni con diritti di voto inferiori ai diritti di voto delle azioni oggetto della proposta di scambio.

¹²⁵ P.N. Florest, cit. *supra* alla nota 118, sottolinea che la Commissione, nell'adozione di questa regola, avrebbe illusoriamente ed erroneamente preteso di trasfondere in ambito societario principi ad esso estranei e propri della democrazia politica. Nel perseguire questo obiettivo, avrebbe poco convincentemente motivato il provvedimento allegando: 1) problemi di azione collettiva e di scelta strategica degli azionisti dispersi, non dando conto che invece la crescita degli investitori professionali avrebbe ridotto questi pericoli; 2) costi di agenzia derivanti dalla sottrazione al

Dopo che questa *rule* venne dichiarata illegittima dai giudici del Delaware con la pronuncia resa su iniziativa della Business Roundtable (*Business Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990)), il Nyse decise di disciplinare la materia con disposizioni volte a contemperare gli opposti interessi e a sopire le contrastanti preoccupazioni dell'autorità di vigilanza e degli operatori¹²⁶.

Il dibattito americano sulle *dual class common stock* evidenzia due contrapposte visioni del *corporate law*. Da una parte vi è chi sostiene che la teoria contrattualista e dei mercati efficienti non si attagliano alla realtà delle grandi società e che perciò si renda necessaria una regolamentazione che tuteli quelle prerogative fondamentali degli azionisti che non possono essere lasciate alla negoziazione privata, a causa dei riflessi negativi che una libertà di negoziazione potrebbe produrre sia sugli azionisti stessi che sul sistema economico generale. All'opposto, vi è chi, invece, ritiene che, essendo valida la visione contrattualista per ogni tipo di società, spetti alla negoziazione privata fra i soggetti interessati e alle molteplici forze del mercato la determinazione delle strutture di governance migliori e che perciò non debbano essere imposte (per legge o per altra fonte) regole restrittive, se non quelle necessarie a garantire l'assoluta correttezza e trasparenza

mercato per il controllo societario, quando invece questi si ridurrebbero in presenza di azionisti strettamente legati alle sorti dell'impresa dalla detenzione di una partecipazione di maggioranza o sarebbero in parte sterilizzati dalla giurisprudenza sui limiti di ammissibilità delle misure antisalata; 3) sottrazione dei piani di ricapitalizzazione ai doveri fiduciari dei manager, nonostante casi giurisprudenziali dimostrassero il contrario. Inoltre, con questa regola, la Sec avrebbe inopinatamente sottratto al campo dell'autonomia privata la materia della regolamentazione dei diritti di voto, contravvenendo alle fondamenta contrattuali e liberamente negoziabili delle società, adducendo costi di transazione indimostrabili.

¹²⁶ Cfr. il § 313.00, *N.Y. Stock Exchange Listed Co. Manual*: "(A) Voting Rights Policy (...). Voting rights of existing shareholders of publicly traded common stock under Section 12 of the Exchange Act cannot be disparately reduced or restricted through any corporate action or issuance. Examples of such corporate action or issuance include, but are not limited to, the adoption of time phased voting plans, the adoption of capped voting rights plans, the issuance of super voting stock, or the issuance of stock with voting rights less than the per share voting rights of the existing common stock through an exchange offer. (B) Non-Voting Common Stock. The Exchange's voting rights policy permits the listing of the voting common stock of a company which also has outstanding a non-voting common stock as well as the listing of non-voting common stock. However, certain safeguards must be provided to holders of a listed non-voting common stock: (1) Any class of non-voting common stock that is listed on the Exchange must meet all original listing standards. The rights of the holders of the non-voting common stock should, except for voting rights, be substantially the same as those of the holders of the company's holders of voting common stock. (2) The requirement that listed companies publish at least once a year and submit to shareholders an annual report... applies equally to holders of voting common stock and to holders of listed non-voting common stock. (3) In addition, although the holders of shares of listed non-voting common stock are not entitled to vote generally on matters submitted for shareholder action, holders of any listed non-voting common stock must receive all communications, including proxy material, sent generally to the holders of the voting securities of the listed company. (C) Preferred Stock, Minimum Voting Rights required. Preferred stock, voting as a class, should have the right to elect a minimum of two directors upon default of the equivalent of six quarterly dividends. The right to elect directors should accrue regardless of whether defaulted dividends occurred in consecutive periods. The right to elect directors should remain in effect until cumulative dividends have been paid in full or until non-cumulative dividends have been paid regularly for at least a year. The preferred stock quorum should be low enough to ensure that the right to elect directors can be exercised as soon as it accrues. In no event should the quorum exceed the percentage required for a quorum of the common stock required for the election of the directors. The Exchange prefers that no quorum requirement be fixed in respect of the right of a preferred stock, voting as a class, to elect directors when dividends are in default...".

delle informazioni a favore del pubblico. Il primo orientamento manifesta scetticismo nei confronti della consapevolezza degli investitori rispetto alle caratteristiche degli strumenti finanziari acquistati e dei riflessi che queste caratteristiche possono produrre sugli emittenti anche in un regime di piena *disclosure* e comunque ritiene che, sebbene, attraverso la negoziazione del prezzo degli strumenti acquistati, i primi azionisti possano tutelarsi, i costi di un sistema inefficiente rimarrebbero e perciò andrebbero comunque a manifestarsi a carico degli azionisti futuri e della collettività. Quindi, se di un istituto è possibile l'abuso, meglio è ridurre o eliminare del tutto la libertà delle parti di utilizzarlo. Il secondo orientamento contesta l'assunto che se di un istituto si può fare abuso l'unica soluzione è vietarlo in quanto comunque le parti troverebbe delle soluzioni alternative non necessariamente più efficienti. Inoltre, non si dovrebbe proibire alcunché laddove l'evidenza empirica non dimostri che il ricorso dell'istituto produca soltanto decrementi di valore. L'esistenza, empiricamente dimostrabile sulla base di un'analisi casistica, anche di un solo impiego efficiente sarebbe sufficiente per invocare la liceità. Ciò di cui il Legislatore o il Regolatore deve preoccuparsi è di assicurare la disponibilità di tutte le informazioni occorrenti per far sì che i mercati possano correttamente valutare le operazioni e le parti possano fondatamente esprimere un giudizio su ciò che viene loro offerto.

Il primo orientamento incorre nella contraddizione consistente nel voler assicurare agli azionisti quegli stessi diritti di cui poi invoca la compressione allorché essi siano chiamati a decidere sul se e sul come avvalersene, sostenendo una politica regolamentare fondata su una sorta di paternalismo nei confronti dei soggetti deboli del mercato. Il secondo orientamento manifesta probabilmente un'eccessiva e parzialmente illusoria fiducia nella capacità del mercato di selezionare soluzioni efficienti, senza che si verificano conseguenze negative su larga scala, e nella possibilità delle parti di accedere ad una contrattazione libera, quando è evidente la diversa forza contrattuale dei soggetti interessati e l'incapacità di parte dei soggetti coinvolti di valutare *cognita causa* le informazioni di cui sono resi destinatari.

Un siffatto dibattito non si è sviluppato, né ve ne sarebbe stato propriamente motivo, relativamente alle *close corporations*. In questo ambito, la libertà di scelta dei criteri di allocazione dei diritti di voto è massima¹²⁷. Sono ammissibili, in linea di principio, tanto azioni del tutto prive del diritto di voto o con diritto di voto su particolari argomenti (e la

¹²⁷ "By varying the voting powers of the several classes of stock and by using various combinations in allocating shares of the various classes, almost any desired control arrangement can be achieved": così, F.H. O'Neal & R.B. Thompson, *O'Neal's Close Corporations*, 3rd Ed., Chicago, 1987, *sub* § 3.18, p. 29 s.

privazione o limitazione del voto non deve essere compensata dal riconoscimento di privilegi patrimoniali) quanto azioni a voto multiplo, senza che alcun limite sia posto al numero di voti attribuibili a ciascuna azione. Le leggi statali non richiedono che fra le azioni ordinarie e le azioni di categoria debba essere rispettato un determinato rapporto numerico. Negli USA, peraltro, sono ritenute ammissibili anche azioni con diritto di voto e prive di diritti patrimoniali¹²⁸. Diffusa è anche la prassi di ripartire fra più classi di azioni il diritto di nomina degli amministratori in consiglio, cosicché a ciascuna categoria corrisponda il potere di nomina di una quota riservata di amministratori.

In mancanza di previsioni contrarie sono inoltre giudicate legittime clausole che limitano i possessi azionari o che pongono una soglia massima al potere di voto esercitabile dai soci o graduano il potere di voto dei soci secondo la soluzione "a scalare". Queste clausole possono peraltro combinarsi, come è avvenuto nello statuto esaminato in *Providence & Worcester Co. v. Baker*¹²⁹. Le leggi di alcuni stati prevedono espressamente la facoltà di introdurre limitazioni al potere di voto in considerazione del possesso azionario complessivo¹³⁰.

2.1. Segue: la disciplina inglese.

L'ordinamento inglese è esemplare nel riconoscere il più ampio margine di autonomia nella regolamentazione dei diritti di voto degli azionisti. Di fatto, non è posta alcuna restrizione all'emissione di azioni a voto limitato, a voto condizionato, prive del diritto di voto o a voto plurimo, tanto nel senso di un'attribuzione di più voti per azione quanto nel senso dell'attribuzione di un unico voto ad azioni che, tuttavia, hanno un differente valore nominale¹³¹. E' anche possibile l'emissione di azioni, destinate a soggetti indentificati per nome o descritti per la categoria di appartenenza (un esempio delle quali

¹²⁸ La cui funzione, analoga a quella svolta dall'istituto del voto plurimo, consiste in pratica nell'ottenere un potere di voto più che proporzionale alla partecipazione patrimoniale alla società: in tal senso F.H. O'Neal & R.B. Thompson, cit. *supra* alla nota 127, *sub* § 3.22, p. 37.

¹²⁹ "[E]ach stockholder shall be entitled to one vote for every share of the common stock of said company owned by him not exceeding fifty shares, and one vote for every twenty shares more than fifty, owned by him; provided, that no stockholder shall be entitled to vote upon more than one fourth part of the whole number of shares issued and outstanding of the common stock of said company, unless as proxy for other members": questa clausola si legge in F.H. O'Neal & R.B. Thompson, cit. *supra* alla nota 127, *sub* § 3.16, p. 26.

¹³⁰ *Kan Stat Ann* § 17-6002(b); *NJ Rev Stat* § 14A:5-10; *Vt Stock Corp. act* § 13.1-662(A).

¹³¹ Cfr. R. Pennington, *Company Law*, London, 2000, 8th ed., p. 781, dove afferma che "The memorandum or articles of association of a particular company may vary the statutory attribution of voting rights in any way [...]". Prima della sua cancellazione nel gennaio 2000, il Chapter 13, Appendix 1, para. 4 delle *Listing Rules* del *London Stock Exchange* richiedeva tuttavia che alle *preference shares* senza diritto di voto fosse accordato tale diritto nel caso in cui il diritto al dividendo privilegiato prefissato non fosse soddisfatto nei sei mesi successivi alla data dell'assemblea generale dell'esercizio in cui il dividendo doveva essere pagato e per le delibere di scioglimento della società. Nella prassi il diritto di voto viene sovente accordato anche nelle risoluzioni di modifica del *memorandum* o degli *articles of association*.

può essere la stessa categoria degli amministratori), che attribuiscono diritti di voto multiplo o maggioritari, tanto in relazione a tutte le risoluzioni quanto rispetto a quelle di un determinato contenuto (ad esempio, nomina e revoca degli amministratori)¹³². Qualora l'atto costitutivo e lo statuto (*memorandum e articles of association*) nulla prevedano, vale la regola residuale per cui ogni azionista è legittimato ad esprimere un voto per ogni azione posseduta o un voto per ogni frazione di capitale del valore di 10 sterline (*Companies Act 1985, sec. 370(6)*).

Anche nell'ordinamento inglese il principio un'azione, un voto costituisce l'opzione preferenziale in mancanza di diverse previsioni statutarie. Il modello di statuto offerto dal *Table A* allegato al *Companies Act* prevede che ogni azionista disponga di un voto per azione, ad ogni assemblea generale o di classe, nell'ambito delle votazioni mediante schede (*poll voting system*). L'orientamento attuale, tuttavia, è quello di fissare la presunzione un'azione, un voto già a livello legislativo. Nell'ambito del processo di riforma del diritto societario inglese avviato nel 1998, il *Company Law Review Steering Committee* (di seguito, CLR) ha proposto, nell'ambito del suo *Final Report* ("Modern Company Law for a Competitive Economy") del 26 luglio 2001, di non intervenire in senso restrittivo sulla materia dei diritti di voto. In particolare, il CLR ha suggerito di non porre limiti all'emissione di azioni a voto limitato e a voto plurimo e di rimettere alla valutazione delle competenti autorità regolatorie la decisione sul se consentirne l'emissione da parte di società quotate¹³³. A questa indicazione il Governo britannico, nell'ambito del suo *White Paper* "Modernising Company Law" (Cm 5553) presentato il 16 luglio 2002, ha risposto con una proposta di regola (*Draft Clause 178*), secondo la quale ciascun azionista ha diritto ad un voto per ogni azione detenuta, salvo che sia diversamente stabilito nei documenti costitutivi della società.

La fissazione di limiti statutari al diritto di voto in relazione a pacchetti azionari detenuti da un medesimo soggetto è possibile ma non comune tra le società britanniche¹³⁴. Tuttavia, come si è segnalato nel ripercorrere la storia della legislazione estera in materia di diritti di voto, non è sempre stato così. Dopo che per lungo tempo aveva predominato l'idea che i diritti di voto degli azionisti dovessero essere separati dagli aspetti finanziari dell'investimento e che pertanto agli azionisti spettassero i medesimi diritti di voto, in

¹³² *Ibidem*.

¹³³ CLR, *Final Report*, sec. 7.29: "We do not recommend that the law should restrict the freedom of companies to have classes of shares with different voting rights. The acceptability of such structures for quoted companies should be a matter for the relevant regulatory authorities".

¹³⁴ R. Pennington, cit. *supra* alla nota 131, p. 781, che segnala all'opposto la prassi di legare proporzionalmente i diritti di voto al numero o al valore nominale delle azioni detenute da ciascun socio.

analogia alla ripartizione del potere nelle *partnerships*, la *sec. 75 del Companies Clauses Act 1845* introdusse l'istituto del voto scalare (secondo cui ad ogni azionista sarebbero spettati un voto per ogni azione sino al numero di dieci azioni, un voto ogni cinque azioni fino al numero di cento azioni e un voto ogni dieci azioni per le azioni eccedenti quest'ultima soglia) come meccanismo di assegnazione dei voti in assenza di una diversa previsione statutaria. Sebbene al fine di derogare al meccanismo di assegnazione proporzionale dei diritti di voto si segua oggi la via della creazione di diverse categorie di azioni, secondo la dottrina inglese una traccia dell'antico sistema e delle sue istanze egalarie si ha ancora nella modalità di votazione consistente nel *show of hands*, con il quale di fatto ogni azionista manifesta un solo voto, che costituisce ancora la modalità di votazione preferenziale nelle società inglesi, salva la richiesta di una votazione per *poll* da parte dei soggetti legittimati, idonea a ristabilire la regola un'azione, un voto¹³⁵.

2.2. Segue: la disciplina tedesca.

Stabilisce il § 12, *Abs. 1*, che ogni azione attribuisce il diritto di voto e che le azioni privilegiate possono essere emesse, in conformità alle norme di legge, prive del diritto di voto. Il comma seguente (*Abs. 2*) vieta il voto plurimo.

Sino alla novella del *KonTraG* del 1998, l'emissione di azioni a voto plurimo poteva essere autorizzata in via eccezionale dai ministri dell'economia dei *Länder* qualora tali operazioni si rivelassero necessarie per salvaguardare i superiori interessi dell'economia¹³⁶. Queste autorizzazioni venivano concesse soprattutto per un pubblico interesse (ad es. *Versorgungswirtschaft*) o a difesa delle società nazionali esposte al pericolo di un trasferimento del loro controllo in mani straniere¹³⁷.

Il *KonTraG* ha eliminato questa possibilità, proibendo l'emissione di azioni a voto plurimo (§ 12, *Abs. 2*). I diritti di voto plurimi (*Mehrstimmrechte*) creati in data anteriore al 1° maggio 1998 si sono spenti a partire dal 1° gennaio 2003, salvo che l'assemblea abbia, a maggioranza di capitale qualificata, deliberato sulla loro perpetuazione¹³⁸. Agli azionisti privati del voto plurimo doveva essere però riconosciuta un'adeguata

¹³⁵ P.L. Davies, cit. *supra* alla nota 6, p. 363 ss. e 618 s.

¹³⁶ Recitava il § 12, *Abs. 2, Satz 2*, nella sua precedente formulazione: "le più alte autorità in campo economico dei *Länder* possono eccezionalmente autorizzare le società, che nel loro territorio abbiano sede, a emettere voti plurimi, nella misura in cui ciò si renda necessario per tutelare i superiori interessi dell'economia". Sul punto v. W. Zöllner, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Band 1*, §§ 1-147, Köln-Berlin-Bonn-München, 1985, *sub* § 12, *Rdn.* 9 ss., a p. 102 s.; U. Hüffer, *Aktiengesetz, 4. Aufl.*, München, 1999, *sub* § 12, *Tz.* 9.

¹³⁷ Cfr. G. Fenn, *Handbuch des Aktienrechts, 7. Aufl.*, Heidelberg, 2002, *Rdn.* 39, p. 26.

¹³⁸ Con una maggioranza di capitale semplice, l'assemblea avrebbe potuto deliberare l'eliminazione anticipata dei voti plurimi.

compensazione che tenesse conto del particolare valore associato al voto plurimo (§ 5, *Abs. 3, EGAktG*).

In teoria, quindi, anche le società per azioni tedesche quotate in borsa potrebbero avere ancora in circolazione azioni a voto plurimo. Nei fatti, però, nessuna società tedesca quotata sembra essersi avvalsa della facoltà di perpetuare le proprie azioni a voto plurimo¹³⁹, cosicché l'istituto del voto plurimo, perlomeno in relazione alle società quotate, può dirsi definitivamente scomparso anche in Germania.

Inoltre, con la novella del *KonTraG*, che ha modificato il § 134, *Abs. 1, Satz 2*, la possibilità di inserire negli statuti limiti massimi all'esercizio del diritto di voto da parte dei singoli azionisti (*Höchststimmrechte*) ovvero meccanismi di graduazione del loro potere di voto è stata confinata alle sole società che non abbiano azioni quotate in borsa¹⁴⁰.

Sulla materia dei diritti di voto degli azionisti delle società quotate tedesche, è intervenuto anche il recente *Deutscher Corporate Governance Kodex*¹⁴¹, il quale all'art. 2.1.2 stabilisce che: "Ogni azione attribuisce, di regola, un voto. Azioni a voto plurimo o privilegiate sul piano dei diritti di voto (*golden shares*) così come limiti massimi al diritto di voto non sono ammessi".

Secondo i primi commentatori, la crescente internazionalizzazione dell'azionariato delle società tedesche avrebbe indotto i redattori del codice ad affrontare il tema del diritto di voto degli azionisti e, in particolare, a porre le basi per l'affermazione del principio *one share, one vote*, caro agli investitori stranieri. Da qui, l'idea di dettare una disposizione di tal portata, che, peraltro, non fa altro che ribadire quanto già è ricavabile dal § 12, *Abs. 1 e 2*, dopo le modifiche introdotte con il *KonTraG*, fra i cui obiettivi vi era appunto quello dell'accoglimento del principio *one share, one vote*, diffuso soprattutto negli ordinamenti societari e mercati finanziari anglosassoni¹⁴².

¹³⁹ Cfr. T. Kremer, in H Ringleb, T. Kremer, M. Lutter, A. v. Werder, *Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex*, München, 2003, p. 59.

¹⁴⁰ Sul tema degli *Höchststimmrechte* v. ampiamente *infra*.

¹⁴¹ Si tratta del codice di corporate governance per le società quotate tedesche, deliberato il 26 febbraio 2002 da una commissione governativa. Esso si ripropone, come si enuncia nel preambolo, di dettare importanti disposizioni sulla gestione e sul controllo delle società quotate tedesche e di racchiudere gli *standards* di buona e responsabile conduzione dell'impresa, riconosciuti a livello nazionale ed internazionale. Tale codice, nell'intenzione dei redattori, dovrebbe rendere il sistema di *corporate governance* tedesco trasparente e comprensibile. Il suo compito primario è quello di promuovere la fiducia degli investitori internazionali e nazionali, dei clienti e consumatori, dei lavoratori e del pubblico nella gestione e controllo delle società tedesche quotate in borsa. Per quanto concerne l'osservanza del codice, le società destinatarie possono non ottemperare alle disposizioni ma sono tenute a dare annualmente notizia dell'inosservanza. Questa soluzione, si afferma nel preambolo, dovrebbe garantire alle società la capacità di tenere sempre in considerazione le loro necessità specifiche e contribuire alla valorizzazione della flessibilità e dell'autoregolamentazione delle società stesse.

¹⁴² In tal senso, T. Kremer, in H Ringleb, T. Kremer, M. Lutter, A. v. Werder, cit. *supra* alla nota 139, p. 58.

Deviazioni da tale principio non corrisponderebbero, infatti, alle aspettative dei mercati dei capitali e indebolirebbero i controlli sul management da parte della proprietà. Obiettivo della disposizione codicistica è quindi quello di segnalare al pubblico degli investitori che, almeno sul piano delle regole, partecipazione al capitale e potere di voto “corrono paralleli”¹⁴³.

È interessante notare, inoltre, che, pur trattandosi di un codice di buon governo societario destinato ad essere applicato (su base volontaria) dalle sole società quotate, nel preambolo se ne suggerisce l’osservanza anche da parte delle società non quotate.

2.3. Segue: la disciplina francese.

La materia del diritto di voto nelle società anonime francesi è regolata nell’ambito degli artt. L225-122, L225-123, L225-124 e L225-125 del *code de commerce*.

Esordisce l’art. L225-122(1) disponendo che, salvo che nei casi consentiti dalla legge, il diritto di voto incorporato nelle azioni di capitale o di godimento è proporzionale alla quota di capitale che esse rappresentano e che ciascuna azione attribuisce almeno un voto. La legge francese, dunque, nomina e impone espressamente il principio di proporzionalità fra partecipazione al capitale e potere di voto¹⁴⁴, per quanto adoperi una tecnica diversa da quella prescelta dalle leggi tedesca (ove il principio di proporzionalità è desunto dalla disposizione secondo cui ogni azione, salvo le eccezioni consentite, attribuisce il diritto di voto) e da quella italiana (che, analogamente a quella tedesca, accoglie il principio di proporzionalità esigendo che ogni azione attribuisca il diritto di voto).

Ai sensi del successivo art. L225-123, lo statuto può attribuire un diritto di voto doppio a quelle azioni che siano iscritte al nome di un medesimo socio da almeno due anni. Il privilegio del voto doppio, che può essere esteso anche alle azioni attribuite con aumento di capitale gratuito all’azionista che già ne benefici e può essere riservato ai soli cittadini francesi e dei Paesi membri dell’Unione Europea, si estingue in caso di conversione delle azioni nominative in azioni al portatore ovvero nel caso di cessione delle azioni a terzi¹⁴⁵.

¹⁴³ *Ibidem*.

¹⁴⁴ La regola della proporzionalità è stata dichiarata per la prima volta con la l. 13 novembre 1933 e da allora è considerata un principio di ordine pubblico: in argomento, M. Germain, *Les sociétés commerciales*, in G. Ripert e R. Roblot (fondato da), *Traité de droit commercial* curato da M. Germain, t. 1, vol. 2, 18° ed., 2002, p. 333.

¹⁴⁵ Lo statuto può fissare requisiti anche più rigorosi di quelli previsti dalla legge per l’ottenimento del voto doppio. Viceversa non può accordare il beneficio ad azionisti determinati: chiunque sia titolare di azioni nominative da più di due anni può reclamare il beneficio del voto doppio (v. M. Germain, cit. *supra* alla nota 144, p. 334 s.)

Dal 1978 è stata data la possibilità di emettere *actions à dividende prioritaire sans droit de vote* (art. L. 225-126, abrogato dalla *Ordonnance* n. 2004-604 del 24 giugno 2004) che si caratterizzavano per la mancanza del diritto di voto e l'attribuzione di un dividendo maggiorato ai loro portatori. La privazione del diritto di voto era sottoposta alla condizione dell'integrale versamento dei dividendi. Inoltre, se per tre esercizi consecutivi i dividendi non fossero stati versati integralmente nella misura prestabilita, queste azioni avrebbero riacquisito il pieno diritto di voto fino al pagamento dei dividendi arretrati (art. L. 228-14, nella versione precedente alla modifica introdotta con la *Ordonnance* n. 2004-604).

Di recente, il legislatore francese ha emanato una nuova disciplina delle azioni speciali e degli strumenti finanziari volta a rendere più duttili e rispondenti alle esigenze dei soci e del mercato gli strumenti di raccolta del capitale finanziario per le società francesi, adottando soluzioni che ricordano da vicino quelle prescelte dal legislatore italiano in sede di riforma del diritto societario. Il nuovo art. L228-11, introdotto con *Ordonnance* n. 2004-604, prevede che la società, all'atto della sua costituzione o successivamente, possa emettere *actions de préférence*, con o senza il diritto di voto, dotate di particolari diritti di qualsivoglia natura, a titolo temporaneo o permanente. Il diritto di voto può essere previsto sino a un termine determinato o determinabile, sospeso per un periodo di tempo determinato o determinabile, o, ancora, del tutto soppresso. Unico vincolo che viene posto alle società è quello per cui le azioni senza diritto di voto non possono rappresentare più della metà del capitale sociale o più di un quarto dello stesso, se si tratta di società con azioni ammesse a negoziazione su un mercato regolamentato, a pena di nullità delle emissioni eccedenti. In conseguenza della deregolamentazione delle categorie speciali di azioni è venuta meno la necessità di disposizioni particolari concernenti le azioni di priorità, le azioni a dividendo prioritario, i certificati d'investimento e i certificati con diritto di voto, che pertanto sono state abrogate.

Su questa importante novità dell'ordinamento francese si possono fare almeno due brevi considerazioni. La prima è che il legislatore francese si è mostrato ancora più permissivo del legislatore italiano, laddove ha posto un limite quantitativo alle sole azioni senza diritto di voto, anziché ad ogni categoria di azioni con diritto di voto non ordinario. La seconda è che la previsione della nullità delle emissioni in eccedenza deve essere letta in combinazione con la nuova disciplina dei termini per la dichiarazione di nullità posta dall'art. L235-9, per cui la dichiarazione di nullità della società o di un atto o deliberazione adottati successivamente alla sua costituzione si prescrive nel termine di tre

anni dal verificarsi della causa di nullità. In pratica, così come avviene nell'ordinamento italiano, al quale il legislatore francese sembra essersi ispirato, anche le nullità per violazione di norme imperative, fra le quali rientrano le nullità per violazione del limite quantitativo all'emissione di azioni senza il diritto di voto, divengono di fatto sanabili per semplice decorso del termine di impugnazione.

Infine, per quanto qui interessa, l'art. L225-125, rimasto invariato, consente agli statuti di limitare il numero massimo dei voti di cui ciascun azionista possa disporre in assemblea, a condizione che la limitazione riguardi tutte le categorie di azioni senza distinzione¹⁴⁶.

2.4. Segue: la disciplina belga, lussemburghese e olandese.

Il diritto societario belga, prima delle modifiche introdotte nel 1991, prevedeva una restrizione imperativa al potere di voto dei singoli azionisti.

Chiunque avesse detenuto più del venti per cento delle azioni con diritto di voto non avrebbe potuto esprimere più del venti per cento del totale dei voti o, in determinate assemblee, più del quaranta per cento dei voti espressi in assemblea, applicandosi delle due la restrizione di volta in volta più severa. La regola era motivata dalla volontà di dare più potere ai piccoli azionisti ma, non limitando complessivamente il potere di voto di società appartenenti ad uno stesso gruppo, risultava facilmente aggirabile mediante la costituzione di gruppi piramidali¹⁴⁷.

Abolita nel 1991, questa disposizione venne reintrodotta nel 1995 in una versione più incline al rispetto dell'autonomia statutaria. Attualmente essa prevede che lo statuto può limitare il numero dei voti a disposizione di ciascun azionista in assemblea, purché tale limitazione si applichi a ciascun azionista senza distinzione di valori mobiliari con cui partecipa alla votazione.

La dottrina belga concorda sul fatto che le restrizioni si applicano soltanto se espressamente previste negli statuti e soltanto ai voti espressi in assemblea (non, cioè, sul piano dei diritti di voto incorporati nelle azioni) nonché sulla circostanza che qualunque azionista può subire gli effetti della restrizione. Ciò su cui si discute, invece, è la portata della regola che invoca la parità di trattamento. Sembrerebbe che essa vada interpretata nel

¹⁴⁶ La dottrina francese ricorda che tale clausola sarebbe votata alla tutela dei piccoli azionisti di fronte all'eccesso di influenza dei grandi azionisti ma che essa non è valutata positivamente dalla C.O.B., sicché è divenuta prassi tra le società quotate quella di inserire clausole limitative del diritto di voto che decadano allorché a seguito di un'opa uno o più azionisti vengano a detenere almeno i due terzi del capitale sociale (v. M. Germain, cit. *supra* alla nota 144, p. 348).

¹⁴⁷ E. Wymeersch, *Belgium*, in *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, a cura di T. Baums e E. Wymeersch, The Hague, 1999, p. 21 ss., a p. 38.

senso di vietare tanto una differenziazione fra azionisti (ad es. mediante una diversificazione del potere di voto fra azionisti persone fisiche e azionisti persone giuridiche a parità di partecipazione) quanto una differenziazione fra classi di azioni (ad es. mediante l'imposizione di limiti al voto soltanto agli azionisti di una classe)¹⁴⁸.

L'introduzione di limiti al voto può avvenire anche mediante modificazione statutaria. Tuttavia, la dottrina non manca di sottolineare il rischio di possibili abusi di potere da parte della maggioranza, se la misura colpisce seriamente determinati azionisti che non appartengono al gruppo di controllo, così come la probabile incidenza negativa sul valore delle azioni¹⁴⁹.

La dottrina belga segnala, in ogni caso, che clausole di limitazione del diritto di voto sono oramai raramente rinvenibili nelle società belghe e sostanzialmente inesistenti nelle società quotate¹⁵⁰.

Infine, è opinione condivisa che la disposizione, visto il suo percorso legislativo, non si applichi su base consolidata¹⁵¹.

La legislazione lussemburghese, in materia di diritti di voto, è quella che pare disporre del minor grado di flessibilità nel confronto con gli altri ordinamenti europei.

Se, infatti, sino al 1987, l'art. 71 della legge sulle società commerciali del 10 agosto 1915 sanciva, sulla scorta dell'allora in vigore art. 76 della legge belga sopra menzionato, che nessun soggetto potesse, in nome proprio o di terzi, prendere parte alla votazione in sede di assemblea ordinaria con un numero di azioni superiore al venti per cento delle azioni emesse o al quaranta per cento delle azioni presenti o rappresentate, l'abrogazione dell'art. 71 e l'inserimento dell'art. 67(4) a partire da quella data hanno determinato un netto cambio di direzione alla disciplina del potere di voto degli azionisti. L'art. 67(4), infatti, sancisce che ciascun azionista, nonostante ogni contraria clausola contenuta nello statuto, può prendere parte alla votazione con un numero di voti equivalente al numero di azioni possedute, "sans limitation". Il principio "un'azione, un voto" viene pertanto rigorosamente affermato e pertanto, secondo i commentatori lussemburghesi, sembra debba ritenersi vietato l'inserimento in statuto di clausole che limitino in qualunque modo il potere di voto¹⁵².

¹⁴⁸ *Ibidem.*

¹⁴⁹ *Ibidem.*

¹⁵⁰ *Ibidem.*

¹⁵¹ *Ivi*, p. 39.

¹⁵² A. Prüm, I. Corbisier, *Luxembourg*, in *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, cit. *supra* alla nota 147, p. 183 ss., a p. 195, ove peraltro si segnala che anche in Lussemburgo è consentita alle società, in presenza delle condizioni delineate negli artt. 44-47, l'emissione di azioni prive del diritto di voto ma a dividendo privilegiato.

In base all'art. 2:117/227 del codice civile olandese (*Burgerlijk Wetboek*), ogni azione attribuisce almeno un voto¹⁵³. Non è ammessa l'emissione di azioni prive del diritto di voto¹⁵⁴. Tuttavia, l'art. 2:118/228, *B.W.*, consente tanto il ricorso al voto scalare quanto la fissazione di un limite massimo all'esercizio dei diritti di voto, che può spingersi sino alla riduzione a sei dei voti disponibili. La condizione che in ogni caso deve essere osservata è che gli azionisti che possiedono azioni per un medesimo valore nominale dispongano di un uguale potere di voto¹⁵⁵. Secondo la dottrina olandese, peraltro, queste clausole sono spesso inefficaci in quanto aggirabili semplicemente mediante un mandatario¹⁵⁶.

I limiti al diritto di voto, in quanto strumento suscettibile di essere utilizzato in funzione anti-takeover, sono presi in considerazione dall'appendice X alle regole di quotazione presso la borsa di Amsterdam, che disciplinano le condizioni cui gli emittenti di azioni devono sottostare per adottare misure di protezione antisalata. L'art. 13 (a) stabilisce che l'emittente non può cumulare più di due misure protettive fra quelle elencate e consistenti, fra le altre, nell'emissione di azioni protettive privilegiate, di azioni di priorità, nella conversione delle azioni in certificati di deposito privi del diritto di voto ovvero nell'introduzione di limiti al diritto di voto.

2.5. Segue: la disciplina spagnola e portoghese.

In base all'art. 48, comma 2, lett. c) della *Ley de Sociedades Anónimas* spagnola del 1989, le azioni devono conferire al loro titolare il diritto di intervenire e votare in assemblea, che viene concepito dalla stessa legge come un diritto essenziale. Tuttavia, da tale disposizione, a differenza che da quelle delle leggi societarie degli altri Paesi

¹⁵³ La legge olandese consente la creazione di una vasta gamma di categorie speciali di azioni. In particolare, fra i privilegi di natura amministrativa che possono essere riconosciuti a determinate azioni rientrano l'attribuzione ai loro titolari del potere di presentare proposte vincolanti per gli altri soci riguardanti la nomina, sospensione e revoca degli amministratori, salva la possibilità per questi ultimi di respingere la proposta vincolante con una maggioranza dei due terzi calcolata su almeno il cinquanta per cento del capitale (art. 2:133/243, *B.W.*); del diritto di veto all'emissione di nuove azioni; del diritto di veto sulle modificazioni dello statuto. Queste azioni speciali, che alterano la proporzionalità fra investimento e potere di governo dei gruppi di controllo, vengono sovente utilizzate come strumento anti-takeover dalle società quotate. Sul punto v. L. Timmerman, *Netherlands*, in *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, cit. *supra* alla nota 147, p. 209 ss., a p. 213 s.

¹⁵⁴ Questa limitazione viene in realtà compensata dalla facoltà di emissione di certificati di deposito, che vengono emessi da un apposito *trustee* (di regola, una fondazione istituita dalla stessa società) in rappresentanza delle azioni depositate presso di sé. I possessori dei certificati di deposito hanno diritti patrimoniali, secondo quanto viene stabilito nelle condizioni del *trust*, e il diritto di partecipare alle assemblee della società ma non il diritto di votare, spettando al *trustee* depositario i diritti di voto incorporati nelle azioni. Questo strumento consente, di fatto, una separazione fra diritti di voto e diritti patrimoniali. Cfr. L. Timmerman, cit. *supra* alla nota 153, alle pp. 212 e 223.

¹⁵⁵ L'art. 2:92 impone, come principio generale, che la società debba assicurare parità di trattamento ai propri azionisti che si trovino nelle medesime condizioni.

¹⁵⁶ Di elusione della portata di queste clausole mediante "straw men" parla L. Timmerman, cit. *supra* alla nota 145, p. 223.

dell'Europa continentale, non si desume chiaramente il principio di proporzionalità. Quest'ultimo, secondo la dottrina spagnola¹⁵⁷, è invece ricavabile dall'interpretazione sistematica di altre disposizioni, in particolare gli artt. 50, 90 e ss. (che disciplinano le azioni prive del diritto di voto) e 105.2.

L'art. 50 vieta la creazione di azioni privilegiate che alterino, in forma diretta o indiretta, la proporzionalità fra valore nominale e diritto di voto. L'art. 105, innanzitutto, con disposizione che non incontra omologhi negli ordinamenti societari poc'anzi esaminati, consente agli statuti di richiedere ai soci il possesso di un numero minimo di azioni (comunque non superiore all'uno per mille del capitale) per partecipare all'assemblea generale. Successivamente, nel secondo comma, autorizza gli statuti a fissare con carattere generale il numero massimo di voti che possono essere emessi da un medesimo azionista o dalle società appartenenti ad un medesimo gruppo.

Anche il *Código das Sociedades Comercias* portoghese del 1986, pur affermando in linea di principio che ogni azione attribuisce un voto (art. 384°, n. 1°), consente che siano emesse azioni privilegiate o di risparmio prive del diritto di voto (artt. 341°-345°) e che il potere di voto degli azionisti possa essere limitato ad una misura massima, sia esso esercitato in nome proprio o a mezzo di rappresentanti (art. 384°, n. 2°). In ogni caso, la restrizione deve applicarsi ugualmente a tutti gli azionisti, ad eccezione dello Stato o altro ente pubblico (artt. 384°, n. 3 e 545°)¹⁵⁸.

2.6 Segue: *la disciplina svedese e finlandese.*

La legge azionaria svedese del 1975 prevede, come regola generale, che tutte le azioni attribuiscono i medesimi diritti di voto nella società. Tuttavia, lo statuto può derogare a questa previsione, creando categorie di azioni che differiscano nell'attribuzione dei diritti di voto (art. 9:3.1).

Sino alla metà degli anni '40, l'ordinamento non poneva alcun limite alla differenziazione dei diritti di voto fra categorie. Successivamente, però, il rapporto fra voto multiplo e voto singolo è stato ridotto a dieci a uno. Un'azione, pertanto, non può recare un numero di voti che superiori di più di dieci volte il numero di voti attribuiti alle

¹⁵⁷ A. Recalde Castells, cit. *supra* alla nota 8, p. 28.

¹⁵⁸ Critiche su questa disposizione sono espresse da E. Coelho, *Direito de Voto das Accionistas nas Assembleias Gerais das Sociedades Anónimas*, Lisboa, 1987, p. 50 ss.

azioni di categoria inferiore. Non sono viceversa ammesse azioni prive del diritto di voto. L'emissione di azioni a voto plurimo è pratica diffusa fra le società quotate svedesi¹⁵⁹.

L'art. 9:3 peraltro introduce con norma dispositiva una limitazione del potere di voto dei soci ad una misura massima. Nessun singolo azionista può votare in base ad azioni che rappresentino più di un quinto delle azioni presenti in assemblea, salvo che sia diversamente disposto nello statuto. Sebbene vi siano società che contengono limitazioni ai diritti di voto anche più restrittive (sino a giungere al cinque o al due per cento delle azioni presenti in assemblea), gli statuti di quasi tutte le società quotate svedesi eliminano ogni restrizione al potere di voto dei loro azionisti. Il Governo svedese, riconoscendo che i limiti al diritto di voto possono fungere da ostacolo all'esercizio del potere di controllo degli azionisti sul management, ha proposto di riformulare la disposizione affinché si riconosca a ciascun azionista un potere di voto pieno, salvo che lo statuto stabilisca diversamente¹⁶⁰.

La legge azionaria finlandese del 1978, così come emendata nel 1997, accoglie, come principio di base, la regola «un'azione, un voto». Tuttavia, la legge consente agli statuti di deviare da questo principio sia sotto il profilo dei diritti incorporati nella partecipazione azionaria sia in considerazione della partecipazione complessiva detenuta dal socio. Da un lato, sono ammesse differenti classi di azioni con riguardo al diritto di voto (artt. 3:1.1, 3:1.2(1)), purché il numero di voti attribuiti alle azioni di una classe non ecceda di più di venti volte il numero di voti attribuiti alle azioni di classe inferiore e purché a parità di numero di azioni detenute, il numero di voti a disposizione di un azionista non ecceda di più di venti volte il numero di voti a disposizione dell'altro azionista. Dall'altro, la legge consente espressamente l'adozione di limiti massimi al diritto di voto e graduazioni dei diritti di voto a carico dei soci che detengano partecipazioni superiori ad una determinata soglia (art. 9:3.1)¹⁶¹.

¹⁵⁹ Lo ricorda R. Skog, *Sweden*, in *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, cit. *supra* alla nota 147, p. 289 ss., a p. 304 s, che riporta anche la posizione ufficiale espressa dal Governo svedese nella proposta di riforma delle regole di corporate governance delle società nazionali. Secondo il Governo svedese, non v'è motivo di proibire o limitare l'emissione di azioni a voto plurimo poiché esse facilitano una proprietà azionaria forte e stabile anche nelle società di grandi dimensioni e pertanto creano le condizioni per il compimento di operazioni efficienti e per la pianificazione a lungo termine dell'attività sociale (Atto n. 97/98:99, p. 120). L'Autore, che scrive nel 1999, segnala che più dei due terzi delle società quotate hanno azioni a voto multiplo e che il rapporto più ricorrente è il massimo consentito, cioè pari a dieci a uno. Società del calibro di Electrolux, Ericsson e SKF, avvalendosi di disposizioni transitorie, acconsentano alla permanenza in circolazione di azioni che recano diritti di voto superiori anche di mille volte ai diritti di voto delle azioni di categoria inferiore.

¹⁶⁰ Sul punto, ancora, R. Skog, cit. *supra* alla nota 159, p. 306.

¹⁶¹ H. Toivaiainen, *Finland*, in *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, cit. *supra* alla nota 147, p. 77 ss., a p. 90 s.

3. Il principio di proporzionalità tra potere di voto e ammontare dell'investimento.

Esaminate le disposizioni in materia di allocazione dei diritto di voto proprie dei più significativi ordinamenti stranieri, viene da chiedersi se vi sia una ragione economica per cui, salvo eccezioni, il diritto delle società per azioni tende ad attribuire, in via generale, ad ogni azione un voto.

Secondo gli esponenti della scuola contrattualista, il voto è lo strumento con cui le parti del contratto sociale suppliscono alla impossibilità di predeterminare nel contratto le future modalità di funzionamento della società¹⁶². Oltre, cioè, ad un certo grado di dettaglio, la contrattazione *ex ante* non può spingersi. Il contratto di società è, da un lato, un contratto di durata, per cui l'operatività della società non può essere predeterminata a priori una volta per tutte. Dall'altro lato, il contratto di società è un contratto di organizzazione e qualsivoglia organizzazione, per funzionare, necessita di continui impulsi e direttive da parte dei suoi membri. Il voto è perciò il "carburante" che consente al veicolo societario di muoversi ed operare nella realtà economica.

Se questa è la funzione del diritto di voto, la ragione per cui esso spetta agli azionisti e non ad altri soggetti coinvolti nella vita della società (denominati *stakeholders*, con un termine oramai di uso comune anche nel linguaggio degli studiosi dell'Europa continentale) viene individuata nel fatto che sono gli azionisti i titolari delle pretese sul residuo attivo dell'impresa. Sono gli azionisti coloro che beneficiano della maggior parte dei guadagni marginali e sopportano la maggior parte dei costi marginali. I creditori, viceversa, hanno diritto a conseguire somme prefissate (in capitale ed interessi) indipendentemente dall'andamento profittevole o meno della società. I lavoratori, a loro volta, hanno diritto alla percezione di un compenso (in cambio della prestazione lavorativa) che è contrattualmente prefissato. Soltanto gli azionisti, quindi, hanno gli incentivi appropriati a deliberare sulla conduzione della società ed il diritto di voto costituisce l'unico strumento di tutela del loro investimento¹⁶³. Beneficiando dei guadagni

¹⁶² F.H. Easterbrook e D.R. Fischel, cit. *supra* alla nota 99, p. 81.

¹⁶³ La circostanza che gli azionisti, come categoria, abbiano i giusti incentivi a prendere le decisioni sul funzionamento della società non significa che gli azionisti siano portati in ogni caso ad esercitare il loro diritto di voto. Nelle società ad azionariato diffuso, infatti, ciascun azionista detentore di piccoli quantitativi di azioni percepisce il proprio potere di voto come irrilevante al fine di incidere concretamente sulle scelte decisionali della società. Poiché in queste società, convenzionalmente chiamate *public companies*, la massima parte delle azioni, e quindi dei diritti di voto, è dispersa nelle mani di una moltitudine di investitori, nessuno dei quali singolarmente in grado di far pesare la propria volontà, si verificano problemi di azione collettiva. Confidando ciascuno nell'esercizio del potere di controllo da parte degli altri soci, nessuno finisce per esercitare effettivamente tale potere. L'apatia del piccolo azionista è del resto razionale per una pluralità di altri motivi. L'esercizio del diritto di voto costituisce un costo per l'azionista. Se infatti l'azionista intende esprimere il proprio voto in prima persona deve recarsi in assemblea o esprimere il voto per corrispondenza. Prima ancora, deve informarsi sulle materie all'ordine del giorno per formarsi un'opinione sulla direzione da imprimere al

proprio voto. Questa attività di acquisizione di informazioni ed espressione del voto comporta inevitabilmente un investimento di tempo e un investimento supplementare di denaro. Ammesso, poi, che l'azionista intenda sostenere questo genere di investimenti, non è affatto scontato che egli abbia le competenze necessarie per formarsi un'opinione sulle questioni sottoposte al vaglio degli azionisti e che, quindi, pur acquisite informazioni sul punto, si senta in grado di esprimere il proprio voto. I problemi di scelta collettiva della categoria degli azionisti, e l'apatia razionale del piccolo azionista che ne consegue, contribuiscono ad elevare il pericolo che l'operato degli amministratori si sottragga al sindacato degli azionisti e che siano perciò gli amministratori ad esercitare l'effettivo controllo sulla società deviando dal perseguimento dell'interesse esclusivo degli azionisti. Questo pericolo determina i c.d. costi di agenzia, che nel classico lavoro di M.C. Jensen e W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ. 305 (1976), p. 308, sono individuati nei seguenti: 1. "monitoring expenditures" da parte del *principal*, consistenti nei costi sostenuti da quest'ultimo per assicurare che l'*agent* abbia gli appropriati incentivi a perseguire gli interessi del *principal* e per vigilare sulla correttezza dell'attività dell'*agent*; 2. "Bonding expenditures" sostenuti dall'*agent*, consistenti nei costi da questo affrontati per assicurare il *principal* che nell'esercizio della propria funzione il primo persegue gli interessi del secondo e si comporta diligentemente (rientrandovi i costi di una proceduralizzazione dell'attività decisionale a prevenzione dei pericoli derivanti da conflitti di interesse o decisioni non sufficientemente ponderate); 3. "residual loss", consistente nella perdita di ricchezza sperimentata dal *principal* a causa dell'inevitabile divergenza di alcune scelte dell'*agent* dall'obiettivo della massimizzazione della ricchezza del primo. Vista la rilevanza dei costi di agenzia, l'argomentazione classica termina rilevando quanto sia più conveniente per il singolo azionista, insoddisfatto del modo con cui è condotta la società, vendere le proprie azioni sul mercato piuttosto che sostenere i costi di un costante monitoraggio dell'attività sociale.

Nelle società ad azionariato diffuso, la dispersione dei diritti di voto giustifica la passività dei soci e contribuisce all'elevazione dei costi di agenzia nel rapporto fra amministratori ed azionisti. Lo strumento individuato dalla prassi societaria per ridurre i problemi di azione collettiva senza che gli azionisti esterni debbano sostenere i costi dell'acquisizione di quote di controllo è dato dalla raccolta delle deleghe di voto presso la generalità degli azionisti. Tuttavia, come dimostra la prassi americana, quando il meccanismo della raccolta delle deleghe di voto privilegia di fatto gli *incumbents* (vale a dire i manager che controllano la società), perché i manager conoscono in anticipo la lista degli azionisti cui inviare il materiale per il rilascio delle proxies e possono far sostenere alla società il costo della procedura di raccolta, la percentuale di successo degli *insurgents* nell'ambito di *proxy fights* è ridotta.

La rilevanza dei problemi di azione collettiva della categoria degli azionisti è inversamente proporzionale al grado di concentrazione della proprietà azionaria. Maggiore è il grado di concentrazione della proprietà azionaria, minore è la probabilità che gli investitori si disinteressino della gestione della società. Aumentando la percentuale di azioni detenuta da ciascun socio, aumenta la possibilità per ciascun socio di esercitare un potere di controllo effettivo sulla società. Parallelamente, maggiore è la quantità di azioni detenute, minore è la convenienza per l'azionista insoddisfatto a cederle in blocco sul mercato. A prescindere dal grado di liquidità del mercato, e quindi dalla capacità dello stesso di assorbire transazioni cospicue, è un dato di comune esperienza che l'immissione di ordini di vendita di rilevanti quantitativi di azioni determini un fisiologico calo delle quotazioni e quindi una riduzione della somma realizzabile con la vendita. Se poi la domanda sul mercato è latente, può in astratto anche risultare difficoltosa la stessa possibilità di cessione o, comunque, una cessione che non determini una sospensione delle negoziazioni per eccesso di ribasso del valore del titolo.

Varie sono le operazioni sul mercato che favoriscono la concentrazione della proprietà azionaria nell'ambito di società ad azionariato diffuso: acquisizioni di azioni mediante offerte pubbliche d'acquisto oppure fusioni. Tuttavia, nella storia recente dei mercati finanziari di stampo anglosassone, il processo di concentrazione della proprietà azionaria è stimolato dalla crescita qualitativa e quantitativa degli investitori istituzionali.

Sono convenzionalmente definiti investitori istituzionali, le banche e gli intermediari finanziari non bancari, le imprese di assicurazione, i gestori collettivi del risparmio (in Italia, società di gestione del risparmio e sicav), i fondi pensione e, in generale, tutte quelle istituzioni che investano il loro patrimonio o il patrimonio raccolto presso terzi nell'ambito dello svolgimento di un'attività professionale e qualificata per legge. Gli investitori istituzionali svolgono un'attività di intermediazione della ricchezza mobiliare, incanalando il pubblico risparmio o i mezzi propri a disposizione verso l'acquisto di strumenti finanziari emessi da imprese che necessitano di risorse finanziarie. La crescita degli investitori istituzionali è in parte legata alla crescente complessità dei mercati finanziari e degli strumenti che su di esse vengano offerti e scambiati. La specializzazione che possono raggiungere è difficilmente conseguibile da investitori non professionali. Per questa ragione la figura del piccolo azionista, incompetente e disinteressato, tende progressivamente ad essere sostituita dall'azionista professionalmente competente e collettore di fondi propri o altrui di rilevante entità. La posizione di gestori professionali del risparmio o di istituzioni detentrici di rilevanti somme suscettibili di investimento consente agli investitori istituzionali l'acquisizione di quote significative di capitale azionario. Al crescere dei quantitativi di azioni detenute, la scelta dell'exit, cioè della vendita delle azioni sul mercato da parte dell'azionista insoddisfatto, diviene sempre meno praticabile a causa delle menzionate ricadute negative sul prezzo di vendita. Inoltre, la difficoltà per i gestori di "battere il mercato", vale a dire di beneficiare i soggetti gestiti con guadagni maggiori (o a far sostenere loro perdite inferiori) di quelli (o quelle) che otterrebbero (o subirebbero) se gli investimenti seguissero predeterminati indici di mercato, ha portato allo sviluppo di fondi d'investimento indicizzati, che replicano cioè nelle

marginali, gli azionisti sono naturalmente propensi a promuovere la massimizzazione della ricchezza della società complessivamente intesa. Sopportando i costi marginali, gli azionisti dovrebbero ponderare adeguatamente i rischi connessi alla gestione della società¹⁶⁴.

Inoltre, poiché soltanto un gruppo alla volta è titolare delle pretese sul residuo, e cioè gli azionisti, finché la società è un *going concern*, e poi i creditori, a seguito della dichiarazione di insolvenza, soltanto un gruppo alla volta dovrebbe poter fruire di diritti di voto. L'attribuzione di un concorrente potere di voto ad altri gruppi accrescerebbe i costi di delega. Del resto, i creditori già dispongono di strumenti contrattuali per esercitare poteri di controllo, quanto meno ai limitati fini di tutelare la capacità di adempimento del debitore¹⁶⁵.

Un'ulteriore ragione giustifica l'attribuzione del diritto di voto alla sola classe degli azionisti. Questi rappresentano una categoria omogenea mossa dalla massimizzazione del profitto del loro investimento. Il fatto che gli azionisti abbiano le medesime preferenze consente alla società di perseguire coerentemente un unico obiettivo. Se il diritto di voto fosse contemporaneamente concesso a più categorie di soggetti, gli amministratori dovrebbero farsi promotori di diverse istanze, a discapito di una coerente ed efficiente

loro scelte d'investimento il paniere di titoli sottostante all'indice di mercato prescelto. Non potendosi discostare per regolamento dalla composizione del paniere, l'arma della vendita delle azioni, in luogo di quella consistente nell'esercizio di poteri di controllo e monitoraggio in funzione di una redditizia gestione della società, non sarebbe comunque pienamente utilizzabile.

¹⁶⁴ Questa giustificazione dell'attribuzione del potere di voto agli azionisti, anziché ad altre categorie di soggetti interessati, dovrebbe avere come razionale conseguenza che, in caso di insolvenza della società, la perdita di ogni diritto degli azionisti sull'attivo sociale sia accompagnata dalla sottrazione del potere di controllo sulla società e dal contestuale passaggio di questo nelle mani dei nuovi soggetti titolari delle pretese sul residuo, vale a dire i creditori (cfr. B. Libonati, *Prospettive di riforma sulla crisi dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 2001, I, p. 327 ss., alle p. 331 ss.). La pratica anglosassone delle garanzie su finanziamenti conosce da tempo l'istituto del *floating charge*, il quale consiste in una garanzia che di regola coinvolge tutti gli *assets*, anche circolanti, del debitore e che dà diritto al creditore, una volta che il debitore sia divenuto tecnicamente insolvente e operi la cristallizzazione della garanzia sugli *assets*, di assumere il controllo di tutti i beni del debitore stesso attraverso la nomina di un proprio rappresentante, che è autorizzato ad esercitare poteri dispositivi analoghi a quelli dell'esautorato management. Su tale istituto e sull'opportunità di una sua proibizione alla luce del *Enterprise Act 2002*, cfr. R. Mokal, *The Floating Charge - An Elegy*, in *Commercial Law and Commercial Practice* a cura di S. Worthington, Oxford, 2003, consultabile presso <http://ssrn.com/abstract=386040>.

¹⁶⁵ Un esempio del potere che un creditore influente come una banca d'affari può esercitare sul proprio debitore, anche se trattasi di un gruppo di società alcune delle quali quotate sui mercati regolamentati, si può trarre dal provvedimento dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato (10-10-2002, n. 11284, pubblicato sul Bollettino n. 40/200) con il quale, fra l'altro, si è riconosciuta l'esistenza di un'azione concertata fra Mediobanca e il gruppo Premafin-Sai nell'acquisizione del controllo della società assicurativa Fondiaria. Dall'indagine sui rapporti creditori fra Mediobanca, da una lato, e Premafin e Sai, dall'altro, era emerso, con riferimento a Premafin, che al 31 dicembre 2000 Mediobanca risultava essere "il principale creditore della società" (punto 42), e con riferimento a Sai, che fra questa e Mediobanca intercorreva un contratto di finanziamento nel quale era previsto l'impegno di Sai (punto 43) "di comunicare preventivamente a Mediobanca eventuali nuovi progetti di investimento, da parte anche di società del gruppo, per importi superiori ai 50 miliardi di lire". Secondo l'Autorità, "la forte esposizione debitoria di Sai e Premafin nei confronti di Mediobanca, già in essere al momento dell'offerta del 1° luglio 2001, induce a ritenere che per la realizzazione dell'operazione in esame le due società dovessero necessariamente concordarsi con la banca d'affari." (punto 44).

conduzione dell'impresa. Essendo complesso aggregare e sintetizzare preferenze diverse in un sistema unitario e ordinato di scelte, l'impresa sarebbe votata all'inefficienza¹⁶⁶.

Concependo l'azione come uno strumento conferente al suo titolare una pretesa sul residuo attivo, dovrebbe apparire "naturale"; secondo questo orientamento, che ogni azione, vale a dire ogni pretesa sul residuo, sia accompagnata da un diritto di voto. Se così non fosse, infatti, taluni azionisti, quelli privi del diritto di voto, dovrebbero sopportare i costi marginali delle scelte gestorie altrui senza avere alcun potere di influire su di esse. Altri, quelli titolari di un diritto di voto multiplo, fruendo di un potere di voto proporzionalmente superiore all'ammontare del loro investimento, potrebbero non avere remore sufficienti ad astenersi dall'adozione di scelte non ottimali. Poiché la disponibilità del diritto di voto è l'unica arma attribuita all'azionista per intervenire attivamente nella gestione del proprio investimento¹⁶⁷ (nonché per completare un contratto originariamente e necessariamente incompleto) e poiché è la proporzionalità fra potere di voto ed ammontare dell'investimento ad assicurare, in linea di principio, l'adozione di scelte ottimali, la privazione del diritto di voto a carico di alcune categorie di azioni non sembra confacente alla ricerca della migliore struttura di governance di una società.

Secondo la letteratura economica americana, vi è una correlazione fra struttura del capitale e ammontare dei benefici privati che il socio di controllo può estrarre dalla sua posizione dominante sulla società. Per benefici privati del controllo si intendono tutti quei privilegi di natura patrimoniale e non patrimoniale che il gruppo di controllo è in grado di acquisire in base alla propria posizione e che non vengono condivisi con gli altri azionisti (o che addirittura costituiscono una distrazione di valore a loro discapito). Ebbene, l'analisi econometrica dimostrerebbe che nei sistemi ove è maggiormente complesso appropriarsi di benefici privati conseguenti al controllo, grazie all'effettiva applicazione delle regole che impongono il rispetto dei doveri fiduciari da parte dei manager nei confronti di tutti gli azionisti o che sono volte a prevenire o a sanzionare abusi dei soci di maggioranza a danno dei soci di minoranza, l'ottimale struttura di capitale è quella consistente in un'unica categoria di azioni, ciascuna delle quali rechi un voto. Dove,

¹⁶⁶ Crescerebbero, cioè, ad un livello non auspicabile i "costs of collective decision making": in argomento, H. Hansmann, *The ownership of Enterprise*, Cambridge (Ma.)-London, 1996, p. 44.

¹⁶⁷ E' sulla base di questo assunto che norme di legge (ad es., l'art. 40, secondo comma, t.u.f.), norme secondarie delle autorità di vigilanza (ad es., l'*Interpretive bulletin relating to written statements of investment policy, including proxy voting policy or guidelines* relativo ai fondi pensione privati adottato dal Department of Labor americano e poi la *Rule* adottata dalla *Sec* sulla *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*), orientamenti delle associazioni di categoria (ad es., l'art. 8 del Codice deontologico adottato dall'Assogestioni) richiedono ai fondi comuni d'investimento e ai fondi pensione, investitori istituzionali che gestiscono *assets* azionari per conto dei propri sottoscrittori, di considerare attentamente il diritto di voto correlato alle partecipazioni detenute come strumento di gestione e valorizzazione della partecipazione stessa e di adoperarsi perchè il suo esercizio soddisfi l'interesse patrimoniale dei clienti.

invece, è possibile approfittare in maggior misura di benefici privati, il gruppo di controllo può avere interesse ad adottare una struttura più articolata e basata su più classi di azioni a voto differenziato. Riservandosi le azioni a voto superiore, il gruppo di controllo sottrarrebbe la società dal mercato del controllo societario e dal rischio di divenire oggetto di un'offerta pubblica d'acquisto e quindi non potrebbe beneficiare di alcun premio conseguente al trasferimento del controllo. Tuttavia, se la diminuzione di valore dovuta alla perdita di contendibilità della società fosse compensata o superata dall'ammontare dei benefici privati, sarebbe nell'interesse del gruppo di controllo deviare da una struttura basata su azioni ciascuna avente un ugual diritto al voto¹⁶⁸.

Sempre secondo questa scuola di pensiero, l'assegnazione di un voto ad ogni azione, unitamente all'applicazione del principio di maggioranza semplice, costituirebbe lo schema di *governance* socialmente ottimale nel senso che il migliore management team sarebbe sempre eletto e, in prospettiva, il valore totale dell'impresa sarebbe massimizzato. Al contrario, deviazioni dalle regole della maggioranza semplice e di un voto per azione sarebbero subottimali, in quanto renderebbero probabile l'assunzione del controllo da parte di un management team di qualità inferiore. Peraltro secondo parte di questa letteratura, questo schema, socialmente ottimale, non sarebbe altrettanto e necessariamente ottimale dal punto di vista del valore aggregato delle azioni. Quest'ultimo sarebbe ottimizzato, in ipotesi, da una struttura che fosse composta di una classe di azioni con diritto di voto e priva di diritti patrimoniali e un'altra classe di azioni con diritti patrimoniali e priva del diritto di voto. Infatti, laddove fosse possibile estrarre benefici privati dal controllo della società, la presenza di due classi di azioni, delle quali soltanto una idonea ad attribuire il controllo, determinerebbe una crescita di valore delle azioni con diritto di voto (e una crescita del valore aggregato di tutta la componente azionaria del capitale), dovuta all'incremento di quella componente del valore patrimoniale dell'azione corrispondente alla capacità del diritto di voto in essa incorporato di essere utilizzato ai fini dell'appropriazione di benefici privati¹⁶⁹.

Al fine di massimizzare il valore della società quotate, occorre ridurre i conflitti di interesse esistenti fra coloro che si contendono il controllo della società e gli azionisti esterni. Una struttura ottimale del capitale azionario serve questo interesse. Un'organizzazione basata su più classi di azioni consente a chi intende mantenere o

¹⁶⁸ S.J. Grossman, O.D. Hart, *One Share – One Vote and the Market For Corporate Control*, 20 J. Fin. Econ. 175 (1988), alle p. 178 ss.

¹⁶⁹ M. Harris, A. Raviv, *Corporate Governance. Voting Rights and Majority Rules*, 20 J. Fin. Econ. 203 (1988), alle p. 205 ss.

acquisire il controllo della società, in primo luogo, di acquisire azioni il cui valore è relativamente insensibile alla qualità del management, in quanto l'eventuale riduzione del valore dovuta alla qualità del management viene compensata dai benefici privati che dalla posizione di controllo derivano. In secondo luogo, l'azionista di controllo, avvalendosi di più classi di azioni, può strutturare la componente azionaria in modo tale da ridurre i costi del mantenimento del controllo a suo carico e massimizzare i costi che i terzi debbono sopportare se vogliono acquisire il controllo, rendendo i takeover meno probabili, con la conseguenza che anche un soggetto di qualità inferiore può avere la meglio su candidati di qualità superiore. Una struttura basata sul principio *one share – one vote*, invece, aumentando il livello di impegno finanziario richiesto all'*incumbent* per mantenere il controllo e riducendo il livello di impegno finanziario richiesto all'*insurgent* per contenderlo, finisce per pareggiare i costi che i contendenti devono sopportare per l'acquisizione del controllo e quindi, non assicurando a nessun contendente una posizione privilegiata, stimola il mercato per il controllo della società e quindi la massimizzazione del valore della società¹⁷⁰.

La regola un'azione, un voto, non può tuttavia essere considerata disgiuntamente dall'altro principio fondamentale che governa il funzionamento dell'assemblea dei soci, vale a dire il principio di maggioranza. Dall'applicazione combinata delle due regole discende che, pur spettando ad ogni socio un potere deliberativo astrattamente proporzionale all'investimento effettuato nella società (in osservanza della regola un'azione, un voto), l'eventuale raggiungimento della titolarità della maggioranza assoluta delle azioni da parte di un socio comporta la perdita di valore effettivo dei voti spettanti agli altri soci, a prescindere dall'ammontare delle loro partecipazioni¹⁷¹. Se, infatti, un socio detiene il cinquanta per cento delle azioni più una, egli, pur partecipando ai guadagni e ad alle perdite della società (cioè al rischio d'impresa) nella misura del cinquanta per cento più uno, detiene un potere deliberativo sostanzialmente equivalente a quello di cui disporrebbe se detenesse il cento per cento delle azioni¹⁷². Il socio che detenesse il cinquanta per cento meno una delle azioni, pur avendo un *equity interest* sostanzialmente equivalente a quello del socio maggioritario, sarebbe incapace di far valere il proprio peso in sede deliberativa.

¹⁷⁰ M. Harris, A. Raviv, *The Design of Securities*, 24 J. Fin. Econ. 255 (1989), *passim*.

¹⁷¹ H. De Angelo, L. De Angelo, *Managerial Ownership of Voting Rights*, 14 J. Fin. Econ. 33 (1985), a p. 37 s.

¹⁷² Supponendo che lo statuto non richieda maggioranze qualificate per l'adozione di determinate deliberazioni. Tuttavia, anche in tal caso, si tratterebbe di deliberazioni di competenza dell'assemblea straordinaria e quindi attinenti fondamentalmente alla struttura della società. Le deliberazioni da cui deriva il controllo della società, quelle cioè di nomina degli organi direttivi, sono di competenza dell'assemblea ordinaria i cui quorum costitutivi e deliberativi sono ritenuti non modificabili in aumento.

In generale, un azionista con una partecipazione che, pur non maggioritaria in senso assoluto, sia significativamente superiore a quella di ogni altro azionista può arrivare a detenere un potere di voto proporzionalmente superiore alla misura della propria partecipazione, se gli altri azionisti, detenendo partecipazioni inferiori, non si prodighino, per mancanza di incentivi sufficienti, ad esercitare i propri diritti¹⁷³.

Perché il principio di proporzionalità fra investimento e potere di gestione si traduca anche in una reale correlazione fra potere di gestione e rischio economico, il rispetto della regola un'azione, un voto costituisce condizione necessaria ma non sufficiente. In situazioni di proprietà azionaria estremamente parcellizzata, sebbene sia adottato il regime di un voto per azione, il governo della società finisce abitualmente nelle mani di chi è abile ad utilizzare a proprio vantaggio i meccanismi dei procedimenti deliberativi e sfrutta i problemi di apatia e azione collettiva che affliggono gli azionisti dispersi. In queste circostanze, tuttavia, la soluzione ai problemi derivanti dalla separazione fra proprietà e controllo non può essere rinvenuta in una diversa allocazione del potere di voto derivante dalle partecipazioni azionarie. Tanto strutture di capitale azionario basate su più categorie di azioni a voto differenziato quanto restrizioni al diritto di voto basate sul possesso azionario, anziché risolvere le disfunzioni, ne aggraverebbero la dimensione, sancendo irrimediabilmente situazioni di controllo minoritario a bassa partecipazione al rischio. Esse depotenzierebbero anche le uniche forze, quelle del mercato mobiliare, che possono svolgere una funzione disciplinatrice e "punitiva" a carico del management.

¹⁷³ Questa situazione si verifica tipicamente nelle società ad azionariato estremamente diffuso, ove massima è la separazione fra proprietà e controllo. Nell'ambito di queste società, per quanto sia formalmente rispettata la regola che vuole un voto per ogni azione, di fatto il potere di gestione va ad allocarsi nelle mani di quegli azionisti, che pur detenendo una percentuale esigua del capitale volante, sono in grado di sfruttare a proprio vantaggio i meccanismi decisionali interni alla società (come avviene negli USA, ove gli amministratori esecutivi controllano il meccanismo del *proxy voting*) o comunque di approfittare dell'apatia degli altri azionisti, ancor più minoritari e disorganizzati. In queste circostanze la funzione disciplinatrice sul management non discende tanto dalla partecipazione proporzionale al rischio, essendo l'ammontare dell'investimento limitato rispetto al potere di gestione detenuto, quanto dalle forze del mercato, nei limiti dell'efficienza di questo. Dove le forze del mercato non possono efficacemente esplicarsi né a livello societario, a causa della staticità degli assetti proprietari, di un inesistente o limitato mercato del controllo societario e di un insufficiente interventismo degli investitori istituzionali, né a livello di mercato dei prodotti e dei servizi, per un inesistente o ridotto grado di concorrenzialità del mercato di riferimento, l'incentivo ad una conduzione efficiente dell'impresa dovrebbe derivare, oltre che dalla minaccia di un intervento dall'esterno di ordine giudiziario, dalla piena condivisione da parte degli azionisti del rischio economico delle scelte operate dagli amministratori da loro nominati. Ove, in sostanza, vige un sistema di proprietà azionaria a carattere relativamente concentrato, dovrebbe essere la sopportazione proporzionale dei rischi a controbilanciare gli effetti della titolarità del potere di gestione. Per queste ragioni, vi è chi ha sostenuto che "nella particolare conformazione strutturale della grande impresa azionaria italiana, caratterizzata da un «vincolo di cointeressenza» stretto da controllanti e società, si rinvengono incentivi endogeni all'efficientismo, non meno efficaci rispetto alle «spinte concorrenziali» esterne proprie del *managerial capitalism* statunitense", se si potesse rimediare quanto meno alle endemiche situazioni di conflitto di interessi di amministratori e soci di controllo che caratterizzano il panorama societario italiano e si valorizzasse l'obbligo al rispetto del principio di buona fede nell'adozione delle decisioni da parte della coalizione dominante (cfr. G.B. Bisogni, *Autonomia ed eteronomia nella disciplina dei rapporti associativi della publicly held corporation*, in *Riv. soc.*, 1997, p. 649 ss., alle p. 705 ss.).

Nemmeno in una realtà caratterizzata da proprietà concentrata, strutture duali o limiti al diritto di voto o ai possessi azionari svolgono necessariamente una funzione utile. Restrizioni al diritto di voto, ad esempio, possono contribuire a parcellizzare l'azionariato e ad insinuare un modello managerialista di natura statunitense se non fosse per la diffusione di sindacati di voto e gruppi piramidali, non ostacolati in alcun modo nell'ordinamento dei mercati finanziari italiani, con i quali è possibile incrementare il potere di voto in misura più che proporzionale all'investimento.

Una parcellizzazione dell'azionariato dovuta a misure di diritto societario, non accompagnata dalla funzione disciplinatrice delle forze di mercato, che anzi la stessa misura di diritto societario vale a depotenziare riducendo le possibilità di un trasferimento non concordato del controllo, somma gli elementi negativi del modello managerialista della separazione fra proprietà e controllo, ove ad un potere rilevante corrisponde una ridotta partecipazione al rischio, agli elementi negativi del modello a proprietà concentrata italiano, ove la relativamente maggiore esposizione al rischio economico dell'azionista di controllo non è sufficiente a controbilanciare l'incidenza negativa di una scarsa operatività delle forze di mercato¹⁷⁴.

Inoltre, vi sono altri meccanismi che consentono di neutralizzare il principio di proporzionalità, su un piano diverso da quello della strutturazione dell'azionariato in più classi distinte sotto il profilo dei diritti di voto, come i patti parasociali di voto e le strutture piramidali.

Un'obiezione costantemente mossa alla validità dei patti parasociali di voto attiene alla capacità di questi accordi di incrementare il potere di influenza sulla società di alcuni soci, quelli che detengano la maggioranza delle azioni sindacate, in misura eccedente (e quindi non corrispondente a) l'ammontare della partecipazione sociale¹⁷⁵. Questa circostanza, si afferma, alterando il principio di proporzionalità fra potere e partecipazione

¹⁷⁴ Pur esprimendo un atteggiamento di favore verso un modello a proprietà tendenzialmente concentrata, qual è tipicamente quello italiano, G.B. Bisogni, cit. *supra* alla nota 173, p. 709, nota 128, constata che "il vincolo di cointeressenza", che dovrebbe unire i soci di maggioranza alla società, "può risultare fortemente indebolito laddove la morfologia proprietaria si presenti in uno stato diffuso e dove la coalizione di comando sia composta da soggetti che esercitino il controllo in forma sindacale senza detenere una frazione significativa di capitale; è questo il caso delle società privatizzate come conseguenza del limite al possesso azionario".

¹⁷⁵ Cfr. quanto affermato di recente da E. Scinemi, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Milano, 2004, p. 273 ("Ai fini dell'applicazione della tecnica della frode alla legge, [...] i sindacati di voto, [...] come la vendita del voto, comportano un sostanziale aggiramento delle norme che stabiliscono la corrispondenza tra il peso del voto (sociale) e la partecipazione al rischio (cfr. in particolare l'art. 2351, 1° comma, c.c.) [...]). Ciò è evidente nei sindacati a maggioranza (i quali, come sottolineava già Ascarelli, permettono di controllare la società con una percentuale di azioni appena superiore alla metà di quella che sarebbe richiesta dalla legge o dallo statuto della società); è forse meno evidente, ma è ugualmente innegabile, nei sindacati all'unanimità [...]. nei quali, come parte della dottrina non ha mancato di evidenziare «può accadere [...] che un socio portatore di un'infima partecipazione giunga – con il suo voto contrario – a paralizzare ogni decisione e ad impedire a tutte le azioni sindacate di esprimersi in assemblea»: il pensiero citato da ultimo è di F. Ferrara jr. e F. Corsi, cit. *supra* alla nota 61, p. 455, nota 6).

sociale e quindi la correlazione fra potere e rischio d'impresa¹⁷⁶, potrebbe produrre effetti distorsivi in quanto non incentiva il socio di maggioranza del sindacato a non assumere decisioni dannose per la società o, in ogni caso, non congrue con l'obiettivo del perseguimento dell'interesse sociale¹⁷⁷. Tale socio, infatti, sopporterebbe il rischio del suo azzardo soltanto con il più limitato ammontare della sua partecipazione.

Analogamente, l'effetto leva prodotto da strutture piramidali consente alla società holding di controllare indirettamente le società a valle anche mediante la detenzione di partecipazioni minoritarie, purché ovviamente superiori a quelle detenute da ogni altro azionista concorrente¹⁷⁸. E' nota infatti l'agevolazione implicita di cui si avvalgono i gruppi a catena: una società A può acquisire il controllo di una società D, possedendo la maggioranza del capitale con diritto di voto nella società B, che a sua volta disponga della maggioranza del capitale con diritto di voto nella società C controllante di D. In tal modo A potrebbe controllare D con un investimento che sarebbe di poco inferiore al controvalore di un tredici per cento del capitale di D.

¹⁷⁶ Cfr., ad es., G. Sena, *Convenzioni di voto e validità del voto*, in *Riv. Soc.*, 1959, p. 466, nota 51, secondo cui "Fra la disposizione del voto nel caso del sindacato e, per esempio, la disposizione nel caso dell'usufrutto, del pegno, etc., la differenza rilevante consiste [...] nel fatto che l'accordo di voto, in questi ultimi casi, attribuisce tale potere a chi ha un diritto su quella azione, in funzione del quale s[on]o]pporta il rischio dell'andamento sociale proporzionalmente al suo potere. Al contrario, nella disposizione del voto a favore di un altro socio, si ha l'attribuzione di tale potere a chi ha interesse al conseguimento dello scopo sociale [...], ma si ha effettivamente una modificazione del rapporto rischio-potere, in quanto il rischio resta costante mentre il potere si accresce con la possibilità di determinare anche il voto dell'altro socio".

¹⁷⁷ Anche G.A. Rescio, *I sindacati di voto*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 3*, Torino, 1994, p. 485 ss., alle p. 486 ss., ritiene che il principio di proporzionalità, dall'Autore interpretato come principio di corrispondenza fra voto e capitale rappresentato, costituisca un limite alla validità dei sindacati di voto ma con un significato diverso da quello accolto dagli Autori citati nelle note precedenti. Secondo Rescio, il principio di corrispondenza fra voto e capitale rappresentato, desumibile dalle disposizioni sui quorum assembleari costitutivi e deliberativi, fonda la regola dell'inscindibilità del voto dall'azione sottostante. Per questa ragione sono da considerarsi illecite quelle convenzioni di voto, non ammesse espressamente dalla legge, che incidono non sul mero esercizio del diritto di voto bensì sulla titolarità del medesimo, trasferendola a chi non è proprietario dell'azione. In questa prospettiva, un sindacato di voto a maggioranza che non privi i singoli soci del potere di votare in assemblea, in quanto non incidente sulla loro legittimazione o non preclusivo del riacquisto della legittimazione a loro piacimento (ad es. a mezzo di una revoca della procura rilasciata al rappresentante), non violando il principio di inscindibilità del voto dall'azione, non può considerarsi illecito nemmeno sotto questo profilo. Illeciti saranno semmai quei patti accessori al sindacato che, al fine di impedire l'inosservanza da parte del socio delle indicazioni di voto provenienti dagli organi sindacali, gli sottraggono nella sostanza il potere di influire sul voto di cui formalmente rimane titolare. In definitiva, osserva l'Autore, *ivi*, a p. 673, "l'inscindibilità del voto dall'azione si profila come un mero limite strutturale del sistema azionario; il quale non si oppone a che le delibere assembleari vengano controllate da soggetti che non rappresentano una quota di maggioranza di capitale sociale, purché a ciò non si giunga mediante una scissione, di diritto o di fatto, del voto dall'azione".

¹⁷⁸ Per un esame del fenomeno dei gruppi piramidali in chiave di analisi economica del diritto, v. L. Enriques, *Gruppi piramidali, operazioni intragrupo e tutela degli azionisti esterni: appunti per un'analisi economica*, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 698 ss. Sulla misura in cui possono essere separati i diritti sul cash-flow e i diritti di voto mediante la creazione di strutture piramidali e gli alti costi di agenzia che ne derivano v. ora L.A. Bobchuk, R. Kraakman e G. Triantis, *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights*, NBER Working Paper No. 6951 (1999), consultabile su <http://papers.ssrn.com/abstract=147590>, p. 4 ss.

Pur essendo formalmente rispettato a livello statutario il principio un'azione, un voto, e la spettanza del controllo diretto in capo al soggetto detentore della maggioranza delle azioni, l'effetto leva di fatto alloca la maggioranza dei voti nelle mani di chi ha investito una somma largamente inferiore a quella che sarebbe stata necessaria per ottenere la medesima maggioranza con un investimento diretto nella società controllata, grazie all'utilizzo di fondi apportati ai vari livelli della catena dagli azionisti di minoranza estranei all'esercizio del controllo. La distorsione insita nel fenomeno dei gruppi piramidali si amplifica allorché sia consentita la quotazione sui mercati delle società controllate intermedie giacché, in tali circostanze, il soggetto interessato al controllo delle società a valle può ottenere tale controllo mediante la raccolta di capitali sul mercato ma senza subire né il concorso dei nuovi azionisti nell'attività di direzione e coordinamento delle società operative né la disciplina che il mercato impone in presenza di un controllo contendibile delle società operative medesime.

L'attitudine equilibratrice del criterio di proporzionalità non può tuttavia essere "mitizzata". Sovente si omette di tenere in considerazione che i rischi di azzardo dipendono non tanto da uno squilibrio fra potere e partecipazione quanto piuttosto dal rapporto fra ammontare della partecipazione e concentrazione della ricchezza personale in quella medesima partecipazione. Chi possiede un potere più che proporzionale rispetto ad una partecipazione ma ha tutta la propria ricchezza investita in quella partecipazione sarà attento a non deliberare operazioni inutilmente rischiose non meno di quanto possa essere un azionista che detenga il cinquanta per cento più uno delle azioni. Viceversa l'azionista minoritario di controllo sarà verosimilmente più accorto dell'azionista di maggioranza la cui partecipazione maggioritaria non rappresenti altro, in termini assoluti, che una frazione minima della propria ricchezza finanziaria, grazie ad un'ampia diversificazione delle proprie attività. Per queste ragioni si è contestato che la regola di maggioranza trovi la propria giustificazione nella corrispondenza fra potere e responsabilità o fra potere e rischio¹⁷⁹.

¹⁷⁹ Cfr. D. Preite, *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, p. 476 ss., alle p. 503 ss. per il quale "in nessun tipo di società (neppure in quelle medio piccole) la regola di maggioranza potrebbe giustificarsi [...] in forza della proporzione tra potere e responsabilità" se non altro perché "la proporzione tra potere ed investimento di capitale nella società non determina la capacità di gestione né esclude l'interesse ad appropriazioni indebite della ricchezza societaria. Tutt'al più ad essa può, molto imprecisamente, corrispondere una minore propensione al rischio, che in realtà dipende dal rapporto tra valore assoluto dell'investimento societario compiuto da un soggetto, da un lato, e la sua ricchezza totale ed i suoi bisogni, dall'altro". In questa ottica la regola di maggioranza si giustificerebbe semmai "nelle società medio-piccole come in quelle grandi, come male minore (in molte circostanze) rispetto alla regola unanimistica e all'opportunismo dei singoli che questa consente; oppure come garanzia della certezza del controllo (e quindi come incentivo ad assumersi) qualora la società sia gestita da un singolo socio maggioritario". Anche secondo P.G. Jaeger, *Gli azionisti: spunti per una discussione*, in *Giur. comm.*, 1993, I, p. 23 ss., a p. 33 s., il principio maggioritario non può trovare giustificazione nella corrispondenza fra potere e rischio poiché

Sebbene queste osservazioni invitino a prestare attenzione più al rapporto fra ricchezza personale e ammontare della partecipazione che fra misura della partecipazione e ammontare del capitale sociale al fine di individuare chi abbia la minore tentazione ad adottare comportamenti eccessivamente rischiosi per il benessere della società, rimane incontestabile che, a parità di concentrazione della ricchezza personale nelle rispettive partecipazioni, il socio che possiede la maggioranza del capitale ha incentivi a tenere comportamenti virtuosi maggiori di quanto non ne abbia il socio di minoranza per la circostanza di fatto che il primo è destinato a percepire la maggior parte degli utili e a subire la maggior parte delle perdite.

4. Principio di proporzionalità e nuovo ordinamento della società per azioni.

La regola generale per cui ogni azione attribuisce un diritto di voto costituisce la punta di emersione di quello che sarebbe un principio inespresso del diritto delle società per azioni ma immanente al sistema, vale a dire il principio di correlazione o corrispondenza fra potere di gestione dei soci e rischio d'impresa¹⁸⁰.

Il principio di corrispondenza tra potere di gestione dei soci e rischio d'impresa, tra potere di voto e misura della partecipazione al capitale nelle società per azioni, è stato di volta in volta definito come: “[u]n principio di diritto astratto desunto dalla natura delle società per azioni”¹⁸¹; “la chiave di volta del sistema” per la determinazione dell’interesse sociale¹⁸²; un principio che, pur valevole anche per gli altri tipi sociali, relativamente alle società per azioni opererebbe in modo “ancor più rigido, ed anzi addirittura

questa motivazione non darebbe conto del perché chi corre un rischio finanziario limitato ad una partecipazione del 50,1% possa disporre del controllo assoluto della società, dei benefici che derivano agli azionisti di maggioranza dalla posizione di controllo e, infine, del carattere “relativo” del rischio sotteso alla partecipazione azionaria alla luce delle dimensioni del patrimonio personale dell’investitore.

¹⁸⁰ Il tema della correlazione fra potere, responsabilità e rischio dei soci ha rilievo in tutti i tipi societari. In relazione alle società di persone è sotto esaminato, in particolare, da F. Denozza, *Responsabilità dei soci e rischio d'impresa nelle società personali*, Milano, 1973.

¹⁸¹ Così E. Soprano, cit. *supra* alla nota 49, p. 581.

¹⁸² T. Ascarelli, *Sui poteri della maggioranza nelle società per azioni ed alcuni loro limiti*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, p. 99 ss., a p. 122 e Id., *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in *Studi in tema di società*, cit., p. 147 ss., p. 150 s. Il tema del parallelismo tra rischio e potere, quale criterio giustificatore del principio maggioritario, costituisce un punto fermo del pensiero ascarelliano in materia di società per azioni e pertanto viene ribadito in numerosi lavori dell’illustre Autore: v., anche, T. Ascarelli, *Limiti di validità dei sindacati azionari*, in *Studi in tema di società*, cit., p. 179 ss., a p. 185 s. (“esso [il voto] può essere opportunamente esercitato (il che a sua volta interessa i creditori sociali) solo da chi ha un interesse nelle azioni e corre perciò il rischio dell’andamento della società, in armonia col principio fondamentale del sistema capitalistico di affidare, in via di principio, il potere giuridico della decisione a coloro che ne corrono economicamente il rischio”); Id., *Principi e problemi delle società anonime*, in *Studi in tema di società*, cit., p. 3 ss., a p.52 (“l’orientamento della società deve essere quello determinato dalla maggioranza del capitale, dato il logico parallelismo tra [...] potere e rischio”, salva però la constatazione, a p. 25, nota 48, che “La possibilità di azioni preferenziali, di azioni con voto limitato, di azionisti i cui diritti di voto non siano proporzionali al numero delle azioni possedute [...] dimostra che i diritti degli azionisti possono non essere proporzionali alla loro partecipazione al capitale”).

automatico”¹⁸³; un rapporto sorretto da “un interesse generale”¹⁸⁴; “la struttura portante dell’ordinamento della società capitalistica”¹⁸⁵; “uno dei cardini del nostro sistema societario”¹⁸⁶; “canone fondamentale del diritto societario”¹⁸⁷; “un principio fondamentale del sistema economico nel quale la società per azioni opera”¹⁸⁸; un “inderogabile e tipologico nesso”¹⁸⁹.

L’esistenza di questo principio è stata in passato affermata per motivare opinioni dissenzienti nei confronti di operazioni societarie controverse, come l’emissione di azioni postergate nella partecipazione alle perdite, ovvero per contestare la legittimità di alcuni accordi parasociali, come i sindacati di voto deliberanti a maggioranza.

Si tratta qui di verificare se e in che misura questo principio sia stato mantenuto fermo nella riformata disciplina della società per azioni.

Nel paragrafo 1 sono state esaminate le possibili deviazioni dalla regola un’azione, un voto. La regolamentazione statutaria può pertanto, in misura assai più ampia di quanto non fosse in precedenza concesso, derogare al criterio di proporzionalità fra potere di voto e misura della partecipazione. Ai soci sono però concesse ulteriori possibilità di intervento sulla conformazione delle loro partecipazioni, che finiscono per incidere sul criterio di proporzionalità.

L’art. 2346, quarto comma, dopo aver sancito sancito che a ciascun socio deve essere assegnato un numero di azioni proporzionale alla quota di capitale sociale sottoscritta e per un valore non superiore a quello del suo conferimento, prosegue consentendo alle parti di stabilire un’assegnazione delle azioni secondo un diverso criterio¹⁹⁰. Ciò significa che le parti possono accedere ad un’assegnazione non proporzionale delle azioni, con il solo vincolo che il valore complessivo dei conferimenti non sia inferiore all’ammontare globale del capitale sociale (art. 2346, quinto comma). In pratica, questa disposizione consente la sottoscrizione di azioni anche a chi non esegua un conferimento in senso stretto, cioè una attribuzione alla società di denaro, beni o crediti imputabile a capitale, ma sia portatore comunque di un valore che la società intende acquisire a proprio vantaggio. Potrà trattarsi

¹⁸³ G. Ferri, *Potere e responsabilità nell’evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 35 ss., p. 37.

¹⁸⁴ G. Sena, *Il voto nella assemblea della società per azioni*, Milano, 1961, p. 236.

¹⁸⁵ A. Gambino, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1979, I, p. 378 ss., a p. 380.

¹⁸⁶ P.G. Jaeger, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1979, I, p. 381 ss., a p. 382.

¹⁸⁷ F. D’Alessandro, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, I, p. 577 ss., a p. 582.

¹⁸⁸ B. Visentini, *I sindacati di voto: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 1988, p. 1 ss., a p. 16.

¹⁸⁹ G.A. Rescio, cit. *supra* alla nota 177, a p. 664.

¹⁹⁰ Un’assegnazione non proporzionale di azioni può aversi anche in caso di scissione. Il progetto di scissione, infatti, può prevedere che ai soci siano attribuite partecipazioni in misura non proporzionale alla loro quota originaria, salvo però il diritto di vendita della partecipazione per un valore corrispondente a quello determinato in caso di recesso a favore del socio contrario alla scissione (art. 2506-bis, quarto comma).

di un qualunque valore, anche non suscettibile di una precisa valutazione economica. Potrà sottoscrivere azioni anche colui che si impegna all'esecuzione di opere o servizi in favore della società. Non è da escludere, infine, l'ipotesi della sottoscrizione di azioni da parte di chi non apporti nulla, in seguito a pura liberalità da parte di altro contraente. Ciò che conta è soltanto che siano conferite entità imputabili a capitale in misura complessivamente tale da coprire tutto il capitale sociale nominale sottoscritto¹⁹¹.

Per quanto questa disposizione appaia dettata al solo fine di risolvere l'annosa questione dei conferimenti atipici, non si può disconoscere che essa possa produrre anche un'alterazione dei profili di corrispondenza fra potere e rischio d'impresa, nell'accezione che di questa corrispondenza si dà tradizionalmente¹⁹².

Altro *vulnus* al principio di corrispondenza fra potere e rischio è inferto dall'istituto delle azioni postergate nella partecipazione alle perdite, sulla cui legittimità il d.lgs. 6/2003, modificando l'art. 2348, secondo comma, ha fugato ogni dubbio. Proprio questo istituto è stato in passato al centro di un acceso dibattito che vedeva contrapposti coloro che non rinvenivano alcun ostacolo alla loro emissione nelle norme del diritto positivo¹⁹³ e coloro che viceversa ne stigmatizzavano l'attitudine ad alterare un cardine organizzativo

¹⁹¹ Cfr. A. Pisani Massamormile, cit. *supra* alla nota 74, a p. 1288 ss. Sull'art. 4, quinto comma, l. 366/2001, dal quale deriva l'attuale art. 2346, quarto comma, c.c. v. già G.B. Portale, *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 146 ss., a p. 151 ss.

¹⁹² Per questa ragione, l'art. 2346, quarto comma, è fortemente criticato da parte della dottrina. G. Rossi e A. Stabilini, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 1 ss., a p. 32, lamentano l'introduzione di "un meccanismo che consente di raggiungere, sotto molti profili, il risultato del voto plurimo [...] e di ottenere agevolmente quella separazione tra rischio e controllo che è oggi indicata come uno dei principali ostacoli all'efficienza del mercato del controllo societario e al funzionamento dei delicati meccanismi di monitoraggio dell'operato di chi controlla le società che da questo mercato dipendono".

La portata di questa norma, di indubitabile rilievo sistematico, non deve essere però sopravvalutata. È verosimile immaginare che la maggioranza delle ipotesi di assegnazione non proporzionale di azioni non sarà motivata da intenti di liberalità quanto dalla volontà di acquisire entità non imputabili a capitale. I soci che non conferiscano attività imputabili a capitale metteranno a rischio (d'impresa, appunto) pur sempre qualche bene, sia esso la loro attività lavorativa (soggetta al rischio di essere prestata senza remunerazione da dividendo o crescita del valore delle azioni), il loro know how (soggetto al rischio di una mancato sfruttamento proficuo) o anche solo il loro valore reputazionale (soggetto al rischio di deterioramento per il fallimento dell'iniziativa imprenditoriale). Cfr. anche P. Marchetti, *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 562 ss., a p. 568 s., che vede nella possibilità di regolare l'incidenza delle partecipazioni sociali sulla base di scelte contrattuali dei soci, suggerita dall'art. 3, n. 2, lett. c del progetto Mirone (poi accolta nell'art. 4, quinto comma, lett. a, della legge 366/2001 e infine tradottasi nel nuovo art. 2346, quarto comma), il segno di "una articolazione dei rapporti di finanziamento in relazione ai diritti partecipativi capace di superare la tradizionale correlazione tra la fattispecie (che in verità non è neppure più facile attualmente disegnare) del conferimento di capitale di rischio e della attribuzione dei diritti sociali".

¹⁹³ In particolare, non nella norma che vieta il patto leonino: G. Caselli, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1980, I, p. 682 ss.; F. Tedeschi, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, *ivi*, p. 832 ss.; M. Bione, *Le azioni*, cit., p. 59 ss.; N. Abriani, *Il divieto del patto leonino*, Milano, 1994, p. 198 ss.; P. Grosso, *Categorie di azioni e assemblee speciali*, Milano, 1999, p. 65 s.; G.F. Campobasso, *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, 5^a ed., Torino, 2002, p. 212, nota 1. In giurisprudenza, è stata riconosciuta la legittimità di azioni postergate nella partecipazione alle perdite, per insussistenza di contrasto con il divieto di patto leonino, da Trib. Udine, 25 novembre 1981 (decr.), Cartiera del Friuli s.p.a. (ric.), e da Trib. Udine, 10 aprile 1981 (decr.), Industrial Tools Tarcento s.p.a. (ric.), in *Giur. comm.*, 1982, II, p. 884 ss., con nota critica di L. Guglielmucci, *Le azioni postergate nelle perdite*, p. 884 ss. c, con riferimento a quote di una s.r.l., da Trib. Trieste, 2 giugno 1994, in *Società*, 1994, p. 87 ss.

fondamentale del diritto societario, quale appunto il principio di corrispondenza fra potere e rischio¹⁹⁴.

Fra questi ultimi vi era chi aveva fatto notare che due principi generali ostavano alla legittimità delle azioni postergate. In primo luogo, “l’inderogabile esigenza dell’ordinamento societario, per la quale alla partecipazione delle decisioni e quindi alla possibilità di indirizzare la gestione sociale corrisponde necessariamente un’assunzione di rischio e, per conseguenza, sul piano giuridico, di responsabilità, sia pure nei limiti della quota. Ciò al fine primario di tutela dei terzi, che possono fare affidamento solo sul patrimonio sociale, la cui corretta gestione è garantita dalla responsabilità di chi partecipa”¹⁹⁵. Le azioni postergate avrebbero violato questo principio “alleggerendo” la responsabilità di alcuni soci e “aggravando” quella di altri pur nella immutata ripartizione dei poteri amministrativi. La postergazione nella partecipazione alle perdite prevista per le azioni di risparmio, da questo punto di vista, sarebbe stata giustificata dall’assenza di poteri gestori in capo agli azionisti di risparmio. In secondo luogo, avrebbe giocato un ruolo decisivo anche l’“equilibrio tra poteri gestori e diritti patrimoniali, che costituisce la struttura portante dell’ordinamento della società capitalistica”¹⁹⁶. Il trattamento preferenziale in tema di partecipazione alle perdite di alcune categorie di azioni andrebbe a detrimento delle altre, senza che queste ultime ottengano alcuna compensazione sul piano di un accrescimento dei poteri amministrativi.

L’orientamento opposto replicava, convincentemente, che “l’equilibrio fra poteri di gestione e diritti patrimoniali (o la connessione potere-rischio) sono sicuramente un cardine del diritto delle società di persone, ma hanno importanza molto minore in materia di società per azioni dove possono aversi amministratori non soci, dove i soci, sia che amministrino sia che non amministrino, godono del beneficio della limitazione della responsabilità, dove i terzi possono fare affidamento su un capitale sociale relativamente rigido e dove, soprattutto, i poteri di gestione non spettano ai soci ma agli amministratori”¹⁹⁷.

¹⁹⁴ Hanno espresso giudizio negativo sull’ammissibilità di azioni postergate nella partecipazione alle perdite: A. Dalmartello, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1979, I, p. 369 ss.; A. Gambino, cit. *supra* alla nota 185, p. 378 ss.; P.G. Jaeger, cit. *supra* alla nota 186, p. 381 ss.; L. Guglielmucci, cit. *supra* alla nota 193, p. 884 ss. In senso dubitativo, cfr. anche C. Angelici, cit. *supra* alla nota 58, p. 130 s. Giudizio negativo, in giurisprudenza, è stato espresso da Trib. Udine, 5 dicembre 1997, in *Società*, 1998, p. 455 ss.

¹⁹⁵ A. Gambino, cit. *supra* alla nota 185, p. 379.

¹⁹⁶ *Ivi*, p. 380.

¹⁹⁷ G. Caselli, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1980, I, p. 682 ss., a p. 688, che prosegue ricordando come la disciplina delle azioni di godimento preveda la soppressione del diritto di voto a fronte del rimborso del valore nominale ma solo salvo diversa disposizione dell’atto costitutivo. Ciò significa che le azioni di godimento possono continuare ad attribuire lo stesso potere di voto garantito dalle azioni che non siano state nemmeno parzialmente rimborsate.

L'attuale art. 2348, secondo comma, secondo il quale con lo statuto o con successive modificazioni di questo si possono creare categorie di azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne l'incidenza delle perdite, rimuove ogni perplessità sulla legittimità della categoria delle azioni postergate e attesta che, a parità di poteri amministrativi, alcuni azionisti, quelli titolari delle azioni postergate, possono fruire di una partecipazione al rischio d'impresa, graduata e condizionata alla preventiva sopportazione delle perdite da parte degli azionisti non privilegiati o privilegiati in misura inferiore. Se il principio di correlazione potere-rischio era stato utilizzato per negare la patente di legittimità a questa categoria di azioni, la nuova disposizione del codice finisce inevitabilmente per incidere in senso inverso proprio sulla perdurante rilevanza di questo principio, almeno nei termini in cui è stato tradizionalmente invocato, poiché esso viene privato di una significativa base d'appoggio normativa.

Il disorientamento dell'interprete sulla tenuta del principio di corrispondenza tra potere e rischio deriva anche da un profilo più generale, che emerge dal confronto della nuova disciplina delle categorie azionarie, degli strumenti finanziari partecipativi e delle obbligazioni.

Prima del completamento della riforma del diritto societario, in dottrina si era sostenuta la necessità che l'ordinamento delle società di capitali consentisse all'autonomia statutaria di optare per una correlazione, flessibile, tra diritti di voto e partecipazione al rischio d'impresa, a prescindere dallo strumento finanziario di partecipazione a tale rischio¹⁹⁸. In base al dato di fatto e di esperienza che non soltanto coloro che partecipano al capitale di rischio sono esposti al rischio di impresa ma anche, in diversa ma pur sempre significativa misura, tutti gli altri fornitori di capitale, si era suggerito di introdurre la possibilità che ad alcune categorie di creditori fossero riconosciuti diritti "corporativi", quale ad esempio quello di nomina di amministratori indipendenti anche a salvaguardia del proprio investimento. In particolare, la facoltà di usufruire di un tale diritto si sarebbe dovuta accordare agli erogatori di prestiti irredimibili, o comunque a lunga e lunghissima scadenza, nonché, nella gerarchia delle pretese creditorie, subordinati alle istanze delle altre classi di creditori per l'assimilazione alla posizione dei fornitori di capitale di rischio. A prescindere dall'obiezione, non irrilevante, che un meccanismo di assegnazione del diritto di voto o anche solo alla nomina di cariche amministrative basato sulla partecipazione al rischio d'impresa non dovrebbe allora chiudersi alle aspettative di altre categorie di *stakeholders* che, come i lavoratori, sono esposti al rischio di erogare

¹⁹⁸ Il riferimento è a M. Lamandini, cit. *supra* alla nota 69, p. 132 ss.

prestazioni o servizi senza ricevere un corrispettivo alle scadenze predeterminate e che possono trovarsi, per quanto tutelati da legislazioni speciali, in una posizione di strutturale debolezza contrattuale in cui non si trovano di regola i creditori di ultima istanza (che in definitiva non sono che banche o imprese di investimento), la ragionevolezza della proposta stava comunque nel dare rilievo a quel profilo di partecipazione al rischio d'impresa dei non soci che più si avvicina, per le caratteristiche del finanziamento, a quello cui sono esposti i soci.

A questa proposta si era aggiunta l'osservazione che non poteva rinvenirsi nella partecipazione al rischio d'impresa il tratto tipologico della partecipazione azionaria, proprio per la pluralità di soggetti, anche non soci, esposti comunque al rischio di non ottenere una remunerazione dai propri investimenti umani o finanziari. Piuttosto il tratto tipologico della partecipazione azionaria, sulla base del diritto previgente, sarebbe consistito, nelle società quotate, esclusivamente nella partecipazione al capitale sociale, come attestava la disciplina delle azioni di risparmio. Nelle società non quotate, invece, alla partecipazione al capitale sociale si sarebbe dovuto aggiungere la titolarità del diritto di voto nelle assemblee straordinarie, quelle in cui si decidono le modalità di finanziamento della società, posto che la società, oltre che una "modalità organizzativa dell'impresa" è una "sua forma di finanziamento". Pertanto, nelle società non quotate, non si sarebbe dovuta riconoscere la facoltà di privare soggetti, qualificabili come soci per la partecipazione al capitale sociale, del diritto di voto nelle assemblee straordinarie, senza snaturare al contempo la struttura di governo finanziario della società¹⁹⁹.

Il legislatore della riforma si è allontanato da entrambe le prospettive. Non ha infatti pienamente sposato la tesi dell'attribuzione del potere di voto, anche limitato alla nomina di componenti indipendenti degli organi amministrativi, a favore di coloro che, anche se non soci, partecipano al rischio d'impresa per la qualità del credito concesso. Il diritto di voto su argomenti specificamente indicati e il diritto alla nomina di un componente indipendente degli organi di amministrazione e di un sindaco sembrerebbero poter essere riservati esclusivamente a favore dei portatori degli strumenti finanziari di cui agli artt. 2346, sesto comma, e 2349, secondo comma, posto che una disposizione analoga non è stata prevista anche a favore dei portatori di obbligazioni, nemmeno di quelle che, corrispondendo interessi parametrati all'andamento economico della società (art. 2411, secondo comma) ed essendo rimborsabili subordinatamente al soddisfacimento dei diritti di altri creditori (art. 2411, primo comma), possono esporre i loro portatori ad un rischio

¹⁹⁹ La tesi esposta da ultimo è di G. Ferri jr., *Finanziamento dell'impresa e partecipazione sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, p. 119 ss.

finanziario anche maggiore di quello cui sono soggetti i portatori degli strumenti finanziari dell'art. 2346, sesto comma. Infatti, se ai portatori di strumenti finanziari cui è, in ipotesi, riconosciuto un diritto al pagamento di interessi in misura fissa ed al rimborso dell'apporto a breve scadenza, possono essere riconosciuti i rilevanti diritti amministrativi sopra menzionati, non altrettanto potere corporativo può essere riconosciuto, parrebbe, agli obbligazionisti, nemmeno nell'ipotesi in cui la restituzione e remunerazione del loro investimento sia condizionata da variabili che avvicinano la natura del prestito a quella di un conferimento di capitale.

Le perplessità sulla soluzione adottata aumentano allorché si presta attenzione ai diritti corporativi di cui si consente il riconoscimento a favore dei portatori di strumenti finanziari. La nomina di amministratori indipendenti o di sindaci che non siano espressione del socio di controllo costituisce una soluzione "inventata" dai mercati mobiliari, anche in una prospettiva di autoregolamentazione, per monitorare l'operato degli *insiders*, siano essi i manager professionisti propri delle *publicly held corporations* americane o gli azionisti di controllo minoritario (o anche maggioritario) che caratterizzano la realtà delle società ad alta concentrazione azionaria propria dell'Europa continentale. La figura dell'amministratore indipendente serve pertanto lo scopo di contenere i costi di agenzia che derivano dal rischio potenziale che il gruppo di controllo si adoperi per il soddisfacimento di propri interessi anziché di quelli di tutti gli azionisti. Essa pertanto costituisce un tipico strumento di contenimento dei costi che derivano dalla separazione fra proprietà e controllo. La previsione legislativa degli strumenti finanziari dell'art. 2346, sesto comma, è certamente motivata dalla volontà di ampliare lo spettro degli strumenti di raccolta del capitale in senso lato ma sembra essere confacente più ad un modello societario a base azionaria tendenzialmente chiusa piuttosto che ad un modello societario aperto ai mercati di capitali internazionali. Tale sensazione è ulteriormente suffragata dalla circostanza che la regolamentazione di questi strumenti finanziari è lasciata completamente, anche sotto il profilo della legge di circolazione, all'autonomia statutaria e dal fatto che la loro emissione può essere deliberata anche a fronte dell'apporto di opera o di servizi, apporti di cui è verosimile immaginare il bisogno in società ove l'elemento personalistico assume un importante rilievo. Da questo punto di vista non è agevole immaginare l'accoglimento nel consiglio di amministrazione di queste società di componenti che non siano fiduciari del socio di controllo. Per concludere su questo punto, nel momento in cui sono stati riconosciuti a favore dei portatori di strumenti finanziari, anche emessi da società chiuse, diritti il cui esercizio è più naturale riscontrare in società

che si finanziano stabilmente sui mercati mobiliari, analoghi diritti si sarebbero potuti assegnare, quanto meno per coerenza, a determinati classi di portatori di obbligazioni, perlomeno di quelle più "partecipative". Questa ambiguità potrà avere come effetto quello di portare all'emissione di strumenti finanziari che nella sostanza non siano altro che obbligazioni ma che, non essendo denominati obbligazioni, da un lato sfuggono alla disciplina degli artt. 2411 ss. (a meno che, come pare opportuno, non si rinvengano gli estremi per l'applicazione analogica di alcune di questi articoli) e dall'altro possono conferire diritti corporativi. Vista questa facile intersezione e sovrapposizione di classi di strumenti finanziari sarebbe stato più ragionevole consentire il conferimento di diritti corporativi anche a determinate categorie di strumenti finanziari, sinceramente denominati obbligazioni, o rinunciare del tutto all'idea di complicare gli aspetti di *governance* delle società attribuendo diritti di ingerenza amministrativa a portatori di interessi potenzialmente confliggenti con quelli degli azionisti.

All'incoerenza nell'individuazione dell'elemento della partecipazione al rischio d'impresa come criterio di allocazione di diritti amministrativi si aggiunge anche l'inosservanza della prospettiva del diritto di voto come diritto ineliminabile del socio con cui egli contribuisce alle decisioni sul finanziamento dell'impresa. In primo luogo perché l'emissione di obbligazioni ed eventualmente anche degli strumenti finanziari di cui all'art. 2346, sesto comma, è divenuta di competenza degli amministratori e non più dei soci, salvo diversa disposizione statutaria. In secondo luogo perché è consentita, anche alle società non quotate, l'emissione di azioni del tutto prive del diritto di voto. Si possono pertanto avere soci esposti al rischio, fisiologico della partecipazione azionaria, di totale perdita del conferimento (rischio d'impresa) e incapaci di contribuire alle decisioni sul finanziamento dell'impresa e portatori di strumenti finanziari aventi diritto ad interessi definiti e ad una restituzione dell'apporto a data certa, esposti quindi ad un rischio soltanto patologico di perdita dell'investimento, tutelati non soltanto dai diritti contrattuali sottostanti all'emissione ma anche eventualmente da diritti corporativi.

Alla luce di queste osservazioni credo si possa affermare che nel moderno diritto italiano delle società per azioni il principio di corrispondenza tra potere e rischio, ammesso che sia veramente esistito come principio giuridicamente vincolante, è fortemente ridimensionato e "malconcio", e quindi significativamente privato della sua valenza sistematica.

Pare quindi ancora più veritiera, alla luce del vigente diritto delle società per azioni, l'affermazione espressa con riferimento all'ordinamento societario previgente secondo cui

“[u]n principio di corrispondenza tra potere e responsabilità o tra potere e rischio – pur autorevolmente patrocinato almeno nella materia delle società – e così pure un principio di corrispondenza fra potere e apporto non sembrano trovare applicazione coerente nel nostro diritto positivo, essendo poteri ed oneri variamente graduati in ragione dello scopo dell’attività e di aspetti più specifici dell’organizzazione”²⁰⁰.

5. Dal principio di proporzionalità fra potere e rischio al principio un’azione, un voto.

Sul tema della correlazione fra potere di gestione e rischio d’impresa o, come è meglio precisare con riferimento specifico alle società di capitali, della corrispondenza o proporzionalità fra potere di voto e partecipazione al capitale, è opportuno svolgere ulteriori riflessioni per evidenziarne la diversa portata e rilevanza a seconda che si considerino le società di persone ovvero le società di capitali.

In materia di società di persone, l’affermazione dell’esistenza di una connessione fra potere e responsabilità si basa sull’insieme delle disposizioni dalle quali si ricava che nessun socio di società di persone, titolare del potere di amministrazione, può esimersi da una personale e illimitata responsabilità per le obbligazioni assunte nell’esercizio dell’attività sociale²⁰¹. In questo ambito, gli elementi del rapporto sono pertanto, da un lato, il potere di amministrare la società, vale a dire il potere di compiere atti ed operazioni dai quali sorgono o possono sorgere obbligazioni nei confronti dei terzi e, dall’altro, la soggezione di tutto il patrimonio del socio amministratore, in aggiunta a quello sociale, a garanzia dell’adempimento delle obbligazioni assunte. La correlazione tra potere di gestione e integrale sottoposizione al rischio d’impresa imposta dall’ordinamento delle società di persone è evidentemente motivata dalla volontà di tutelare prevalentemente i terzi che vengono in contatto negoziale con una società di persone, nel senso di fornire

²⁰⁰ G. Oppo, *Sui principi generali del diritto privato*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, I, p. 475 ss., a p. 486. Sul carattere “tendenziale” del principio di correlazione potere/rischio alla luce di tutti i meccanismi di deroga al principio un’azione, un voto, v., in particolare, M. Lamandini, cit. *supra* alla nota 26, p. 122 ss.

²⁰¹ Sull’impossibilità per il socio amministratore di limitare la propria responsabilità v. G.F. Campobasso, *Diritto commerciale. 1. Diritto dell’impresa*, Torino, 2003, 4° ed., p. 92. La questione della connessione potere-rischio è stata peraltro innalzata a giustificazione di teorie di più ampia portata, qual è quella che fonda la responsabilità dell’imprenditore occulto per le obbligazioni contratte in nome proprio da altro soggetto che formalmente esercita l’attività d’impresa. La teoria dell’imprenditore occulto, che ha origine nel pensiero di W. Bigiavi, *L’imprenditore occulto*, Padova, 1954 e Id., *Difesa dell’«imprenditore occulto»*, Padova, 1962 ed è stata approfondita successivamente da altri studiosi (cfr., in particolare, A. Pavone La Rosa, *La teoria dell’«imprenditore occulto» nell’opera di Walter Bigiavi*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, p. 623 ss.), ha incontrato le serrate critiche di numerosi Autori (v., in particolare, T. Ascarelli, *Considerazioni in tema di società e persona giuridica*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, I, p. 245 ss. e Id., *Ancora in tema di imprenditore occulto*, in *Riv. soc.*, 1958, p. 1153 ss.), per un’esposizione delle quali v. G.F. Campobasso, cit. in questa nota, p. 91 ss.

loro un'ulteriore assicurazione sulla realizzazione dei loro crediti²⁰². Si può argomentare che l'ordinamento delle società di persone sia prevalentemente destinato a tutelare i terzi attraverso l'inderogabilità (espressamente sancita nelle società in nome collettivo) delle disposizioni che sanciscono la responsabilità illimitata verso terzi dei soci amministratori di società di persone per le obbligazioni sociali²⁰³. Viceversa, quando si tratta di regolare rapporti fra i soci, verso i quali i terzi siano indifferenti, le disposizioni del codice civile assumono carattere dispositivo e suppletivo e l'autonomia privata viene a fruire di spazi amplissimi, anche in materia di ripartizione fra i soci dell'onere conseguente all'adempimento di obbligazioni sociali (art. 2291, secondo comma, c.c.).

Non sembra invece potersi sostenere con altrettanta sicurezza che questo sistema di correlazione tra potere e responsabilità sia destinato a tutelare i soci esclusi dal potere di amministrazione nei confronti di una conduzione inefficiente dell'impresa o di veri e propri comportamenti opportunistici da parte dei soci amministratori²⁰⁴. Nella disciplina della s.n.c., che costituisce il prototipo normativo della società di persone con oggetto commerciale, i soci rispondono personalmente e illimitatamente delle obbligazioni sociali nei confronti dei terzi, anche se esclusi dall'amministrazione. Una limitazione o esclusione della responsabilità e/o della solidarietà di alcuni soci può essere pattuita ma il relativo accordo è destinato ad avere un'efficacia esclusivamente interna. Anche nella società semplice, dove è possibile stipulare un patto ad efficacia esterna, purché portato a conoscenza dei terzi con mezzi idonei, che escluda o limiti la responsabilità o la

²⁰² Per la tesi dell'irrelevanza della regola *keine Herrschaft ohne Haftung*, teorizzata da giuristi tedeschi all'inizio degli anni '30, e per una ricostruzione della teoria del fondamento del rischio d'impresa, anche nelle società di persone, basata "sulla necessità di offrire alle imprese un'adeguata «base di credito» non ottenibile in altro modo o nella repressione di comportamenti illeciti", v. F. Denozza, cit. *supra* alla nota 172, p. 209 ss. in particolare (e a p. 239 per la citazione). La tesi secondo cui il riconoscimento della responsabilità illimitata dei soci di società di persone per le obbligazioni sociali costituisce il criterio prescelto dall'ordinamento per assicurare una responsabile e oculata gestione dell'impresa è stata approfondita, in particolare, da F. Galgano, *Degli amministratori di società personali*, Padova, 1963, p. 47 ss., sulla scorta del pensiero di G. Auletta, *Appunti di diritto commerciale*, Napoli, 1946, p. 146 ss. Questo orientamento è ripreso, di recente, da G. Cottino, R. Weigmann, *Le società di persone*, in G. Cottino-M. Sarale-R. Weigmann, *Società di persone e consorzi*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, vol. III, Padova, 2004, a p. 211: "l'ordinamento italiano delle società di persone è ispirato ad un principio-guida, quello dell'abbinamento necessario fra potere di amministrare e sopportazione integrale del rischio d'impresa. L'amministrazione compete di regola a soci illimitatamente responsabili, in quanto tali soggetti, esponendosi personalmente con il proprio patrimonio, si presume agiscano con la dovuta prudenza". Per una critica serrata a tale orientamento, v. F. Vassalli, *Responsabilità d'impresa e potere di amministrazione nelle società personali*, Milano, 1973, *passim*.

²⁰³ O almeno così si poteva sostenere prima della riforma del diritto societario, posto che essa ha espressamente autorizzato le società di capitali ad assumere partecipazioni nelle società di persone (art. 2361, secondo comma, c.c. e 111-*duodecies*, disp. att.), con la conseguenza che potranno essere amministratori di società di persone anche persone giuridiche e che i mandatari persone fisiche incaricati dell'amministrazione della società personale, in quanto tali, non potranno certamente essere riconosciuti personalmente e illimitatamente responsabili per le obbligazioni sociali assunte in nome e per conto della società partecipata. In proposito, v. le preoccupazioni espresse da G. Cottino, R. Weigmann, cit. *supra* alla nota 202, p. 140 s.

²⁰⁴ Salva, ovviamente, la loro responsabilità verso la società che amministrano ai sensi dell'art. 2260, secondo comma, c.c.

solidarietà dei soci che non hanno agito in nome e per conto della società, il regime legale è pur sempre quello della solidale responsabilità verso i terzi di tutti i soci. La tutela dei soci estranei all'amministrazione si sostanzia nelle società di persone nei diritti di controllo che l'art. 2261 c.c. assegna loro. Inoltre, come si è notato, la correlazione tra potere e responsabilità non è biunivoca. A fronte di una responsabilità illimitata può non esservi potere di gestione.

Non sembra pertanto invocabile, in materia di società di persone, quel criterio di efficienza, nei rapporti interni alla società, che postula l'assegnazione del maggior potere a chi maggiormente rischia sulla base dell'assunto che colui che maggiormente rischia ha i migliori incentivi a gestire l'impresa in maniera efficiente. E' possibile, infatti, che sia escluso dal potere di amministrare il socio che abbia eseguito i conferimenti proporzionalmente maggiori e il cui patrimonio personale sia, nel confronto con quello degli altri soci, il più capiente. Inoltre, anche se sull'opposizione al compimento di un atto di amministrazione da parte di un amministratore in regime di amministrazione disgiuntiva decide la maggioranza dei soci determinata secondo le rispettive quote di partecipazione agli utili (art. 2257, secondo e terzo comma), nulla esclude che relativamente ad altre decisioni attinenti alla gestione dell'impresa i soci possano concordare di deliberare secondo una maggioranza calcolata per teste, come previsto per la delibera di esclusione del socio (art. 2287).

In materia di società di capitali, invece, la questione del rapporto tra potere e responsabilità assume connotati distinti, per l'esistenza di una struttura basata su una suddivisione di poteri e responsabilità fra una pluralità di organi. Non vi è identità soggettiva necessaria fra amministratori, che hanno il potere di gestione, e soci, che conferiscono denaro e beni e sono esposti al rischio di perdita di valore della quota sociale. Vi possono essere, cioè, amministratori non soci. Gli amministratori non rispondono delle obbligazioni sociali che sorgono a seguito dello svolgimento dell'attività sociale, delle quali risponde soltanto la società con il suo patrimonio. La posizione dell'amministratore socio, sotto ogni profilo di responsabilità, non è distinguibile da quella dell'amministratore non socio.

In ragione della caratteristica divisione di poteri ed organizzazione per organi della società per azioni la questione della corrispondenza fra potere e responsabilità assume pertanto connotazioni diverse da quelle assunte nell'ambito delle società di persone. I termini del rapporto non sono, infatti, a rigore, il potere di amministrazione e la soggezione a rischio d'impresa. Il potere di amministrazione spetta infatti esclusivamente

agli amministratori, a fronte di una responsabilità che attiene al corretto e diligente adempimento dei loro doveri, legali e statutari, e non all'esposizione al rischio d'impresa²⁰⁵. I soci, che invece sono esposti al rischio d'impresa, sono in quanto tali esclusi dall'amministrazione²⁰⁶. Unico potere che compete loro per influenzare la gestione è quello di voto in assemblea. Quando, in materia di società per azioni, si considera il rapporto fra potere e responsabilità degli azionisti, i termini del rapporto sono da individuarsi nel potere di voto dei soci e nella sottoposizione al rischio d'impresa della quota del loro patrimonio conferita in società. Essendo il potere di voto quantitativamente correlato all'ammontare della partecipazione²⁰⁷, è bene evidenziare che più che di una corrispondenza fra potere e rischio è meglio discorrere di un rapporto di proporzionalità fra potere di voto e rischio d'impresa, inteso come rischio economico-finanziario di perdita del conferimento in società o dell'investimento effettuato per l'acquisto di azioni sul mercato secondario.

Questo rapporto, tuttavia, a differenza di quello esaminato nell'ambito delle società di persone, finisce per acquisire una valenza principalmente interna poiché l'assemblea non è l'organo di gestione della società e pertanto non compie atti gestori dai quali sorgono impegni nei confronti dei terzi²⁰⁸. Il rapporto di proporzionalità non è assicurato dalla legge a tutela diretta dei terzi che vengono in contatto con la società²⁰⁹. La protezione di

²⁰⁵ Gli amministratori, secondo G. Rossi, *Persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa*, Milano, 1967, p. 127 s., sarebbero soggetti ad "un rischio di amministrazione, che non comporta una responsabilità illimitata personale per le obbligazioni dell'impresa, ma una responsabilità patrimoniale per i danni che il loro comportamento ha provocato ai creditori o ai soci direttamente, o allo stesso patrimonio dell'impresa [...]". La soggezione degli amministratori al "rischio di amministrazione" smentirebbe, secondo l'Autore, *ivi*, p. 125 ss., la tesi (cfr. F. Galgano, cit. *supra* alla nota 202, p. 4) secondo cui nelle società di capitali si assiste ad una dissociazione fra rischio e potere di direzione dell'impresa e anzi conferirebbe che laddove esiste un potere di direzione (dei soci amministratori, nelle società personali, o degli amministratori, soci o non soci, nelle società di capitali) l'ordinamento esige, correlativamente, la soggezione ad una responsabilità patrimoniale.

²⁰⁶ Secondo G. Rossi, cit. *supra* alla nota 205, p. 99 ss., non è esatto affermare che gli azionisti corrono un rischio di impresa poiché tale rischio è sopportato soltanto da chi è soggetto ad una illimitata responsabilità per le obbligazioni sociali. Gli azionisti, pertanto, "sopportano «un rischio di capitale», ma non il rischio d'impresa, il quale ultimo, quando questa sia organizzata nella forma della società di capitali, non è sopportato da nessuno" (p. 103).

²⁰⁷ Ma con quale grado di rigidità si manifesti questa correlazione è proprio oggetto di riflessione in questo capitolo.

²⁰⁸ Rileva, infatti, G. Rossi, cit. *supra* alla nota 205, p. 119, che "[l]a mancanza di direzione e controllo sulla gestione dell'impresa da parte dei soci si spiega logicamente con la totale irresponsabilità dell'assemblea nei confronti dei terzi: direzione e controllo che sono di competenza, invece, degli amministratori e si giustificano colla responsabilità di questi nei confronti dei soci e dei terzi".

²⁰⁹ Ciò non significa che per i terzi sia irrilevante conoscere in che modo avviene l'esercizio del potere di governo in senso lato sulla società. Tuttavia, poiché l'esercizio del diritto di voto da parte dei soci ha una valenza esclusivamente interna, i terzi non possono ritenersi immediatamente pregiudicati dall'adozione di uno, piuttosto che un altro, sistema di allocazione del potere di voto. La questione, peraltro, s'inserisce nel più vasto tema della rilevanza per i terzi delle norme statutarie. Come è stato fatto notare, le disposizioni statutarie assumono importanza nei confronti dei terzi perché regolano il funzionamento di un apparato destinato ad instaurare rapporti con il mondo esterno. Proprio per questa ragione assumono rilievo per i terzi le disposizioni che disciplinano i poteri degli organi deputati ad instaurare rapporti con essi e quindi, in particolare, le norme statutarie sui poteri di rappresentanza degli organi di gestione (cfr. D. Corapi, *Gli statuti delle società per azioni*, Milano, 1971, p. 239 ss.) Vista l'incidenza diretta nei confronti dei terzi della materia della rappresentanza degli organi di gestione, l'ordinamento ha peraltro da tempo intrapreso la scelta di

questi è affidata alle disposizioni, fra cui in particolare l'art. 2394 e 2445, volte ad assicurare il mantenimento dell'integrità del patrimonio sociale²¹⁰.

Riprova di queste affermazioni si può avere esaminando proprio la storia della disciplina del diritto di voto e delle alterne fasi di maggiore o minore libertà concessa ai soci nel deciderne l'assegnazione secondo le loro mutevoli esigenze. In nessun momento della storia della società per azioni italiana si è avuta un'applicazione, senza eccezioni, della regola un'azione, un voto. Anche la fase storica di maggiore rigidità della disciplina, quella che segue l'emanazione del codice civile nel 1942 e arriva sino alla legge 216/1974, che ha per la prima volta autorizzato la categoria speciale delle azioni di risparmio prive del diritto di voto, ha comunque conosciuto l'esperienza delle azioni privilegiate a voto limitato (per non parlare delle azioni di godimento), azioni portatrici di un voto esercitate solo in sede di assemblea straordinaria. Le fluttuazioni della legislazione italiana in materia di diritto di voto, il tendenziale orientamento verso il riconoscimento di una sempre più ampia autonomia statutaria in materia e il riscontro di una grande varietà di soluzioni normative adottate negli ordinamenti stranieri testimoniano che la regolamentazione del diritto di voto può anche esse concepita, da un certo punto di vista, come "un affare privato" tra soci, perché, in fondo, destinata ad incidere in maniera diretta esclusivamente sui loro reciproci rapporti di forza²¹¹.

Se ciò è condivisibile, allora, v'è da chiedersi per quale ragione l'ordinamento italiano, così come numerosi altri ordinamenti, abbia finito per assumere come regola di

eliminare ogni incertezza (o comunque di ridurre al minimo le possibili incertezze) sulla spettanza o meno di poteri di rappresentanza in capo agli organi di gestione relativamente agli atti compiuti nei confronti dei terzi, rendendo, salvo eccezioni, inopponibili ai terzi medesimi limitazioni ai poteri di rappresentanza degli amministratori di origine statutaria (v., ora, il nuovo art. 2384, secondo comma, c.c.).

²¹⁰ In dottrina si è sottolineata la possibile "rilevanza esterna" della persona del socio (non amministratore) anche nell'ambito delle società capitali (cfr. A. Musso, *La rilevanza esterna del socio nelle società di capitali*, Milano, 1996, *passim*). L'indagine, tuttavia, ha posto in evidenza che le fattispecie di rilevanza personale esterna del socio sono per lo più attinenti ai profili dell'integrale formazione del capitale sociale (*ivi*, p. 142 ss.), della garanzia patrimoniale offerta da determinati soci relativamente a vicende traslative di partecipazioni (*ivi*, p. 225 ss.) e del possesso di determinate competenze tecniche o manageriali da parte di alcuni soci (*ivi*, p. 280 ss.). A queste fattispecie il nuovo ordinamento della società a responsabilità limitata ha espressamente aggiunto quella della responsabilità personale del socio che abbia intenzionalmente deciso o autorizzato il compimento da parte degli amministratori di atti dannosi per la società, i soci o, per quanto qui in particolare interessa, i terzi (art. 2476, settimo comma, c.c.). In quest'ultima fattispecie, in ogni caso, viene dato rilievo al modo in cui il socio esercita il suo potere decisionario e non alla misura quantitativa di tale potere, tanto che la disposizione sancisce la responsabilità solidale di tutti i soci che abbiano concorso all'autorizzazione o approvazione dell'atto a prescindere dall'effettivo "peso deliberativo" dei singoli.

²¹¹ Già E. Vidari, *Corso di diritto commerciale*, cit. *supra* alla nota 36, p. 186 s., discorrendo delle differenti soluzioni legislative in materia di diritto di voto adottate negli ordinamenti europei, puntualizzava: "Né ci meraviglia tutta questa casistica legislativa. Trovare un criterio direttivo sicuro in siffatto ordine di cose è molto difficile. Imperocché, se, da una parte, della libertà contrattuale possono scaltamente abusare promotori o amministratori a danno della società, facendo dei soci con diritto di voto una vera oligarchia; da altra parte, permettere alle leggi di limitare a proprio arbitrio la misura dei voti è gravissima restrizione a quella libertà. Tanto più, che il precetto legislativo può anche mal rispondere ai diversi bisogni dell'una o dell'altra società, e nella determinazione di tale misura c'è sempre un po' di arbitrio".

base quella per cui ogni azione attribuisce il diritto di voto e per porre alcune disposizioni inderogabili, quale quella che vieta l'emissione di azioni a voto plurimo (art. 2351, ult. comma), in ciò distinguendosi, ad esempio, dal diritto societario degli Stati americani, del Regno Unito, dei Paesi Scandinavi nonché della Francia, o quella secondo cui il valore delle azioni a voto escluso, condizionato o limitato a particolari argomenti, non possa complessivamente superare la metà del capitale sociale (art. 2351, secondo comma, ult. parte)²¹². Non pare credibile il rilievo che l'ordinamento italiano e quello tedesco, che oggi vietano le azioni a voto plurimo pur avendone fatto abbondante uso in passato, siano più avanzati degli altri ordinamenti poc'anzi citati nella protezione degli interessi dei terzi. Piuttosto accade che in alcuni ordinamenti, a causa di una serie di innumerevoli variabili di ordine normativo e sociale, sia più agevole che in altri estarre benefici privati dalla posizione di controllo delle società. Benefici, in particolare di ordine pecuniario, che non consistono in un incremento di valore delle azioni o nella partecipazione agli utili e che pertanto non si ripartiscono proporzionalmente fra tutti i soci. Benefici pecuniari che vengono percepiti a discapito della valorizzazione del patrimonio sociale e quindi in danno dei soci esclusi dalla posizione di controllo.

Negli ordinamenti ove vi sono maggiori possibilità per i soci di controllo di assicurarsi in misura più che proporzionale vantaggi patrimoniali derivanti dalla partecipazione in società, le azioni a voto plurimo possono rappresentare, nelle mani dei soci di controllo, un temibile ed efficace strumento di fortificazione, a fronte di un

²¹² Secondo M. Lamandini, cit. *supra* alla nota 74, a p. 526, l'art. 2351, secondo comma, costituirebbe "la più chiara espressione" del principio di "correlazione potere/rischio". L'art. 2351, secondo comma, solleva perplessità, secondo A. Pisani Massamormile, cit. *supra* alla nota 67, a p. 1295 s., se considerato in combinazione con la facoltà di emissione di azioni prive di valore nominale. L'Autore rileva che "[s]tando alla lettera della norma [dell'art. 2351, secondo comma] si dovrebbe in tal caso dire che il numero delle azioni prive di voto o con voto «limitato» o con voto «condizionato» non può superare la metà del numero delle azioni complessivamente emesse. Per questa via, però, si potrebbe rischiare di scardinare anche il principio per cui il «potere» endosocietario deve essere collegato al «rischio»: poiché il numero maggioritario di azionisti a voto «pieno» potrebbe non essere costituito da chi ha apportato (e quindi rischia) di più, potremmo trovarci dinnanzi a manifestazioni di voto non del tutto responsabili o consapevoli e, [...], di un voto manifestato in una direzione non «imprenditoriale», ma meramente speculativa". Non si comprende però per quale ragione la critica cada sull'art. 2351, secondo comma, e non, semmai, sull'art. 2346, quarto comma. Anche in presenza di azioni senza indicazione del valore nominale, vale la regola dell'art. 2348 per cui tutte le azioni devono essere di uguale valore e non possono essere emesse al di sotto del loro "valore contabile" (cfr. G.B. Portale, cit. *supra* alla nota 191, p. 160 s.). Il rischio non è quello di avere azioni senza valore nominale con diritto di voto che abbiano meno valore di azioni senza valore nominale prive del diritto di voto, quanto piuttosto che siano emesse azioni prive del diritto di voto a fronte di conferimenti imputabili a capitale e azioni con diritto di voto emesse a favore di chi non abbia conferito capitale, come consentito dall'art. 2346, quarto comma. In tal caso può allora verificarsi il pericolo paventato dall'Autore, e cioè che la società sia governata da chi abbia contribuito in misura inferiore alla capitalizzazione della società. E' possibile però sin d'ora stemperare le preoccupazioni alla luce di una constatazione di buon senso: per quale ragione un soggetto dovrebbe conferire capitale assicurandosi una quota di diritti di voto inferiore a quella accordata a chi non conferisce capitale? La pratica dovrebbe portare invece, come riconosce lo stesso Autore (p. 1293), semmai all'assegnazione di azioni prive del diritto di voto proprio a coloro che non conferiscono capitale, posto che l'ottenimento di azioni senza esborso di entità capitalizzabili potrebbe portare il ricevente ad accettare la privazione del diritto di voto.

investimento relativamente ridotto, della posizione di dominio, nonostante l'esistenza di altri investitori possessori di maggiori capitali e potenzialmente più abili nel gestire la società. Alla luce del diffuso ricorso ad azioni a voto plurimo da parte di gruppi di controllo minoritari ed inefficienti all'esclusivo fine di salvaguardare i loro privilegi si è deciso di vietarne in modo assoluto l'emissione. Poiché un effetto di *entrenchment* dei gruppi minoritari può aversi anche attraverso l'offerta a terzi di azioni a voto escluso o limitato, non idonee a intervenire sulla nomina e revoca degli amministratori, si è deciso di autorizzare al massimo un rapporto di uno a uno fra voti azioni a voto non pieno e azioni a voto pieno, tale per cui le prime non possono in alcun caso superare in numero le seconde.

Nei Paesi in cui il grado di appropriazione dei benefici privati è minimo, o comunque inferiore, e la circolazione dei diritti proprietari è più agevole, la pressione per un'eliminazione a livello normativo delle azioni a voto plurimo o per la fissazione di un rapporto fra azioni a voto non pieno e azioni a voto pieno non si è manifestata, o si è manifestata con minore intensità. Semmai è il mercato degli investitori, in questi Paesi, ad avere decretato l'insuccesso di strumenti finanziari idonei ad alimentare artificiosamente la separazione fra proprietà e controllo. Anche questa osservazione, tuttavia, non ha valore assoluto poiché deve misurarsi con la percezione che, nel singolo caso concreto, maturano gli investitori professionali sull'utilizzo che può essere fatto di diritti di controllo più che proporzionali da parte dei loro titolari²¹³.

²¹³ Afferma P. Nicoletti, *Le minoranze di controllo nelle società quotate*, in AA. VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole*, cit. *supra* alla nota 84, p. 297 ss., a p. 347, testo e nota 98, discorrendo degli strumenti sociali e parasociali di separazione del controllo dalla proprietà ed in particolare delle deviazioni dal principio "un'azione, un voto", definito "quasi di ordine naturale", che "[n]egli Stati Uniti non tutte le leggi statali contengono norme imperative che vietano il voto multiplo, tuttavia, anche laddove non è vietato espressamente, è molto rara la quotazione di una società il cui statuto permetta l'emissione di azioni a voto multiplo. E quando ciò avviene, le quotazioni dei titoli ne risentono negativamente" e, ancora, a p. 355, che "[i]l disfavore del mercato si riflette dunque nel valore del titolo, rendendo poco attraente per l'*insider* un'offerta pubblica di sottoscrizione o di vendita di una società il cui statuto permette l'emissione di azioni a voto limitato o a voto multiplo". A parte il rilievo che le legislazioni degli stati americani che accolgono il maggior numero di società (quelle del Delaware, della California e di New York, per citare le prime tre in ordine di importanza) non pongono alcun limite all'emissione di azioni a voto plurimo, è da segnalare che vi sono casi di offerta al pubblico e quotazione di azioni da parte di società che hanno una struttura azionaria complessa, composta anche da azioni a voto plurimo, che hanno riscosso un notevole successo presso gli investitori.

Un esempio recente assai significativo è quello della quotazione al Nasdaq delle azioni della società Google Inc., incorporata in California nel 1998 e reincorporata nello Stato del Delaware nel 2003, nota al pubblico per la gestione del motore di ricerca di siti Web più popolare fra gli utilizzatori della rete Internet.

Dal *Report* relativo al trimestre terminato il 30 giugno 2004 ed emanato in conformità agli art. 13 o 15(d) del *Securities and Exchange Act* del 1934 si evince che al 31 luglio 2004, la struttura azionaria della società era composta da 2,398,854 azioni non privilegiate di classe A (*Class A common stock*) con un *par value* di \$0.001; 162,861,743 azioni non privilegiate di classe B (*Class B common stock*) con un *par value* pari a \$0.001 e da 79,099,884 *preferred stock*. Ciò significa che, considerando le sole azioni non privilegiate, le azioni di classe A rappresentano poco più del 7% (7,07%, per l'esattezza) del capitale mentre le azioni di classe B rappresentano il restante, arrotondato in eccesso, 93% del capitale. Le azioni di classe A attribuiscono un diritto di voto. Le azioni di classe B attribuiscono dieci voti per azione. Nel *Report* si legge che a seguito del processo di emissione, offerta al pubblico e quotazione delle sole azioni di

La ragione della regola un'azione, un voto e quindi del mantenimento di una tendenziale proporzionalità fra potere di voto e contribuzione al patrimonio sociale risiede nel tentativo dell'ordinamento di assicurare tutela ai soci stessi contro il pericolo che una totale libertà in materia di distribuzione dei diritti di voto possa legittimare una iniqua

classe A il numero totale delle *outstanding common stock* sarebbe divenuto pari a circa 271,219,643. Nel *Report* si legge, inoltre, quanto segue: «*The concentration of our capital stock ownership with our founders, executive officers, employees, and our directors and their affiliates will limit your ability to influence corporate matters. Our Class B common stock has ten votes per share and our Class A common stock, which is the stock we are selling in our initial public offering, will have one vote per share. We anticipate that our founders, executive officers, directors (and their affiliates) and employees will together own approximately 84.8% of our Class B common stock, representing approximately 83.6% of the voting power of our outstanding capital stock after our initial public offering. In particular, following this offering, our two founders and our CEO, Larry, Sergey and Eric, will control approximately 38.1% of our outstanding Class B common stock, representing approximately 37.6% of the voting power of our outstanding capital stock. Larry, Sergey and Eric will therefore have significant influence over management and affairs and over all matters requiring stockholder approval, including the election of directors and significant corporate transactions, such as a merger or other sale of our company or its assets, for the foreseeable future. In addition, because of this dual class structure, our founders, directors, executives and employees will continue to be able to control all matters submitted to our stockholders for approval even if they come to own less than 50% of the outstanding shares of our common stock.*» Risulta, pertanto, che la quasi totalità dei diritti di voto, al termine dell'IPO, sarebbe rimasta nelle mani dei titolari delle non quotate azioni di classe B, tutti identificabili come *insiders*. Ai titolari di azioni di classe A sarebbero spettati diritti di voto in percentuale talmente ridotta da rendere la loro partecipazione ai processi decisionali del tutto ininfluenza. La potenziale pericolosità della struttura è evidenziata dall'enunciazione che subito segue rivolta agli acquirenti di azioni di classe A: «*This concentrated control will limit your ability to influence corporate matters and, as a result, we may take actions that our stockholders do not view as beneficial. As a result, the market price of our Class A common stock could be adversely affected.*». A questa concentrazione del controllo si aggiungono ulteriori elementi che contribuiscono a rendere il management della società sostanzialmente inamovibile senza il proprio consenso. Prosegue il *Report*: *Provisions in our charter documents and under Delaware law could discourage a takeover that stockholders may consider favorable. Provisions in our certificate of incorporation and bylaws, as amended and restated upon the closing of this offering, may have the effect of delaying or preventing a change of control or changes in our management. These provisions include the following: [a] Our certificate of incorporation provides for a dual class common stock structure. As a result of this structure our founders, executives and employees will have significant influence over all matters requiring stockholder approval, including the election of directors and significant corporate transactions, such as a merger or other sale of our company or its assets. This concentrated control could discourage others from initiating any potential merger, takeover or other change of control transaction that other stockholders may view as beneficial. [b] Our board of directors has the right to elect directors to fill a vacancy created by the expansion of the board of directors or the resignation, death or removal of a director, which prevents stockholders from being able to fill vacancies on our board of directors. [c] Our stockholders may not act by written consent. As a result, a holder, or holders, controlling a majority of our capital stock would not be able to take certain actions without holding a stockholders' meeting. [d] Our certificate of incorporation prohibits cumulative voting in the election of directors. This limits the ability of minority stockholders to elect director candidates. [e] Stockholders must provide advance notice to nominate individuals for election to the board of directors or to propose matters that can be acted upon at a stockholders' meeting. These provisions may discourage or deter a potential acquiror from conducting a solicitation of proxies to elect the acquiror's own slate of directors or otherwise attempting to obtain control of our company. [f] Our board of directors may issue, without stockholder approval, shares of undesignated preferred stock. The ability to authorize undesignated preferred stock makes it possible for our board of directors to issue preferred stock with voting or other rights or preferences that could impede the success of any attempt to acquire us. As a Delaware corporation, we are also subject to certain Delaware anti-takeover provisions. Under Delaware law, a corporation may not engage in a business combination with any holder of 15% or more of its capital stock unless the holder has held the stock for three years or, among other things, the board of directors has approved the transaction. Our board of directors could rely on Delaware law to prevent or delay an acquisition of us.*» Una situazione del genere avrebbe dovuto allontanare gli investitori e pregiudicare il buon esito della quotazione. Invece, se il prezzo di quotazione in data 18 agosto 2004 era stato pari a \$ 85, il prezzo delle azioni di classe A ha raggiunto in data 18 novembre 2004 il valore di \$ 167,54 (prezzo di chiusura ufficiale della seduta al Nasdaq), dopo aver toccato nel corso dei tre mesi di quotazione un valore massimo di \$ 200. Evidentemente, non si può attribuire alla struttura azionaria in sé di una società l'attitudine ad influenzare in maniera determinante, né in senso positivo né in senso negativo, l'appetibilità di un investimento nel suo capitale. Ad essere determinante è il grado di libertà che l'ordinamento accorda ai detentori del controllo nel fare del proprio potere di governo un uso arbitrario o comunque non conforme all'interesse della generalità degli azionisti.

distribuzione del potere di governo della società a favore di alcuni di loro (i soci fondatori e quelli che successivamente avendo il controllo della società possono intervenire sullo statuto) a danno degli altri, a parità di investimenti effettuati. L'ordinamento ha individuato nella incorporazione di un voto e solo un voto in ogni azione il criterio in base al quale garantire, in uno con l'adozione del principio maggioritario, che la società sia guidata da chi ha investito le somme proporzionalmente maggiori. Nessuno più di colui che ha investito la somma proporzionalmente maggiore, è la tesi di fondo, ha i giusti incentivi a governare la società in maniera efficiente e produttiva. Questa argomentazione evidenzia l'altra categoria di interessi che l'ordinamento vorrebbe promuovere, quella dell'efficienza delle imprese e della produttività del sistema economico in generale.

L'utilità di un'applicazione rigida del principio un'azione, un voto sarebbe tuttavia dubbia. Innanzitutto perché non è affatto certo che colui che più investe e più rischia abbia realmente incentivi maggiori a gestire oculatamente l'impresa di quanti non ne abbia chi ha investito minori somme²¹⁴. Occorre infatti considerare l'incidenza dell'investimento in società sul patrimonio complessivo del singolo investitore e il grado di concentrazione del portafoglio delle sue attività. Può ben darsi, infatti, che colui che abbia investito le somme minori sia più incentivato degli altri alla luce del fatto che in tale investimento risulta concentrata la maggior parte del suo patrimonio personale. Non conta quindi tanto la dimensione relativa degli investimenti quanto piuttosto, vale la pena ribadire, il grado assoluto di incidenza di questi investimenti sulla ricchezza dei singoli soci. In secondo luogo, un paternalismo legislativo che pretenda di fissare una volta per tutte e in tutti i tipi economico-sociali di società per azioni la regola un'azione, un voto, varrebbe certamente a prevenire potenziali abusi ma finirebbe per negare ai soci la possibilità di conformare i loro poteri amministrativi alle loro mutevoli esigenze, anche in quei casi in cui una maggiore libertà negoziale dei soci sarebbe meritevole di tutela. Non convince l'assunto che convenga negare ogni margine all'autonomia statutaria quando essa, pur suscettibile di un uso distorto, possa venire incontro, in determinate e non preventivabili circostanze,

²¹⁴ Occorrerebbe probabilmente maggior cautela nell'affermare che "chi controlla più del 50% di una società quotata ha il proprio patrimonio prevalentemente immobilizzato e vorrà condurla al meglio" (P. Nicoletti, cit. *supra* alla nota 213, p. 382). Non è necessariamente vero che chi investe più del cinquanta per cento in una società quotata ha il proprio patrimonio prevalentemente immobilizzato in quell'impresa, come insegna l'esperienza delle concentrazioni conglomerati e dei gruppi con più società operative quotate, alcune delle quali, per quanto rilevanti dal punto di vista socio-economico, possono non appartenere al *core business* della capogruppo o del socio di controllo e quindi, come mera appendice dell'attività del gruppo, finire per essere esposte ad una politica di gestione non ottimale. L'opinione citata rappresenta ciò che verosimilmente accade per lo più ma non si può essere tratti in inganno su una sua assoluta validità "scientifica". Si aggiunga, peraltro, che anche laddove risulti immobilizzata la maggior parte del patrimonio del socio di controllo non vi è certezza che questi si adopri per una gestione ottimale, quando comunque i benefici privati derivanti dal controllo superano la potenziale perdita di valore del cinquantun per cento delle azioni derivante da un esercizio non efficiente del controllo stesso.

alle esigenze dei soci. A prevenire il pericolo di abusi dovrebbero soccorrere con più efficacia altri strumenti o istituti, piuttosto che quello della regola un'azione, un voto.

Il principio di proporzionalità fra potere di voto e conferimento assume quindi una valenza sistematica decisamente inferiore a quella della corrispondenza fra potere di amministrazione e responsabilità per le obbligazioni sociali nelle società di persone. Sarebbe probabilmente maggiormente aderente alla realtà qualificare il rapporto di proporzionalità, più che un principio di diritto di ordine generale, un criterio meramente direttivo di attribuzione del potere, a carattere residuale. Salvi alcuni, limitati, vincoli a tutela di determinate categorie di soci (quelli estranei all'esercizio del controllo) e di un corretto funzionamento del mercato mobiliare (dei quali il divieto di limiti statutari al diritto di voto nelle società aperte ed il divieto di azioni a voto plurimo costituiscono un esempio)²¹⁵, non è irragionevole rimetterne l'osservanza al giudizio di coloro, i soci, che ne possono valutare la convenienza perché ne sono i diretti e principali beneficiari²¹⁶.

In definitiva, l'opinione tradizionale, secondo cui deviazioni dal criterio di proporzionalità sono consentite soltanto laddove espressamente autorizzate dalla legge,

²¹⁵ Si noti che mentre il *Report of the High Level Group of the Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Brussels, 10 gennaio, 2002, p. 20, si pronuncia apertamente in favore del principio di proporzionalità fra investimento e potere di voto nelle società quotate soggette ad offerta pubblica d'acquisto, il *Report of the High Level Group of the Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Brussels, 4 novembre 2002, si astiene dall'intervenire sulla questione dell'allocazione dei diritti di voto per scelta statutaria delle società di capitali in generale. Il primo dei citati *Reports* rileva che "In open capital markets major (institutional) investors would normally prefer to invest where bearing the ultimate economic risk of the company confers proportionate control rights. The cost of capital of such companies is normally lower and they will be better able to raise capital on the securities markets. In the Group's view, proportionality between ultimate economic risk and control means that share capital which has an unlimited right to participate in the profits of the company or in the residue on liquidation, and *only* such share capital, should normally carry control rights. All such capital should carry control rights in proportion to the risk carried. The holders of these rights to the residual profits and assets of the company are best equipped to decide on the affairs of the company as the ultimate effects of their decisions will be borne by them". Tuttavia il rilievo si inquadra, come era nella originaria missione di questa Commissione, nel tentativo di creare un *level playing field* fra le legislazioni degli Stati membri in materia di opa. Prosegue infatti il *Report* affermando che: "The extent to which a shareholder holds risk bearing capital should determine the extent to which he is able to determine the affairs of the company and the operation of its business. The holder of the majority of risk bearing capital should be able to exercise control. Capital and control structures in a company which grant disproportionate control rights to some shareholder(s) should not operate to frustrate an otherwise successful bid for the risk bearing capital of the company." Il secondo *Report*, per quanto concerne la materia dei diritti di voto, da un lato, suggerisce misure per agevolare, incentivare e rendere più trasparente l'esercizio del diritto di voto, anche a livello transnazionale (p. 52 ss.) e, dall'altro, invita a negare l'ammissione a quotazione degli anelli delle catene piramidali consistenti in holding pure al fine di disincentivare il ricorso a questo strumento di separazione fra la proprietà e il controllo (p. 92 ss.). Nessuna parola, invece, viene spesa per raccomandare la sottrazione agli Stati membri della facoltà di consentire deviazioni a livello statutario del principio "un'azione, un voto" quando appunto non si tratti di società che non solo siano aperte al pubblico risparmio ma risultino anche soggette ad offerta pubblica d'acquisto.

²¹⁶ Anche P. Nicoletti, cit. *supra* alla nota 213, a p. 328 ss. e, in particolare, a p. 332, sembra propendere per una diversa valutazione delle deviazioni dal principio un'azione, un voto che operano a livello statutario, che sono se non volute almeno conosciute o conoscibili da parte di tutti i soci e insuscettibili di un utilizzo abusivo a danno di alcuni di essi, e le deviazioni dal principio di proporzionalità che operano a livello parasociale (realizzate mediante sindacati di voto a maggioranza) o extrasociale (realizzate attraverso strutture piramidali), la cui adozione non richiede nemmeno formalmente il concorso degli azionisti esterni e che sovente sfuggono, nonostante gli sforzi legislativi, ad un adeguato grado di trasparenza

deve probabilmente essere corretta affermando, all'opposto, che sono da ritenersi ammissibili tutte le deviazioni statutarie dal criterio di proporzionalità che non siano espressamente vietate dalla legge²¹⁷.

6. *Le preferenze dei mercati finanziari.*

Gli investitori istituzionali, nei mercati dei capitali più efficienti e maturi, hanno già da tempo espresso preferenza per le azioni che recano diritto di voto pieno²¹⁸.

Per quanto concerne il mercato azionario britannico, si ricorda che nel corso degli anni '40 e '50, in occasione della quotazione di numerose società a controllo familiare, si accese un vivace dibattito sull'opportunità di emettere azioni prive del diritto di voto, nel

²¹⁷ M. Lamandini, cit. *supra* alla nota 74, p. 526 s., pur accogliendo la tesi dell'immanenza nel sistema societario del principio di correlazione potere/rischio e della correttezza dal punto di vista teorico di un'attribuzione del potere proporzionale al rischio economico sopportato, dubita che alla luce dell'attuale diritto positivo allo stesso possa riconoscersi carattere precettivo. Il che val quanto riconoscere che ci si trovi in presenza, più che di un principio di diritto (che in quanto tale andrebbe a regolare tutte le fattispecie ad effetto analogo non espressamente regolate), di un criterio a carattere residuale, non derogabile secondo quelle sole modalità che siano espressamente escluse dalla legge. V. la domanda che si pone F. d'Alessandro, «*La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata*». *Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 34 ss., a p. 39, se nell'ordinamento della società per azioni uscito dalla riforma possa ritenersi permesso tutto ciò che non è proibito, anziché proibito tutto ciò che non è permesso. L'erosione del principio di proporzionalità è destinata a produrre conseguenze anche sul piano parasociale. Come è noto, la validità dei sindacati di voto è stata definitivamente riconosciuta, quanto meno in linea di principio, dalle fondamentali Cass., 20 settembre 1995, n. 9975, in *Giur. comm.*, 1997, II, p. 50 ss., con i commenti di V. Buonocore, V. Calandra Buonauro, F. Corsi, A. Gambino e P.G. Jaeger, *Un revirement della Cassazione in materia di sindacati di voto?*, e Cass., 23 novembre 2001, n. 14865, in *Giur. it.*, 2002, I, p. 547 ss., con nota di G. Cottino e in *Giur. comm.*, 2002, II, p. con nota di R. Costi, *La Cassazione e i sindacati di voto: tra dogmi e «natura delle cose»*. A seguito della riforma del diritto societario dovrebbero cadere anche i residui dubbi sulla validità dei sindacati deliberanti a maggioranza: «E' difficile pronosticare lunga sopravvivenza all'argomento [dell'invalidità dei sindacati di voto deliberanti a maggioranza per violazione del principio maggioritario nella formazione della volontà assembleare] nel nuovo sistema, quando si consideri come questo si sia allontanato mille miglia dal principio «una unità di conferimento-una azione-un voto», cui invece era piuttosto rigidamente legato l'antico, e quanto poco sia rimasto nelle nuove norme, anche sotto altri profili, del *totem maggioritario*» (così, F. d'Alessandro, cit. in questa nota, p. 42). Sulla disciplina dei patti parasociali introdotta con la riforma delle società di capitali e cooperative, v. A. Pavone La Rosa, *I patti parasociali nella nuova disciplina delle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 5 ss.

²¹⁸ Cfr. R. Weigmann, *Luci ed ombre del nuovo diritto azionario*, in *Società*, 2003, fasc. 2bis, p. 270 ss., a p. 277 che, a commento della libertà statutaria in materia di azioni e strumenti finanziari, evidenzia quanto segue: «gli investitori internazionali hanno manifestato una netta preferenza per le azioni che incorporano il classico *one share one vote*. Ed anzi gli esponenti del mondo finanziario avrebbero molto gradito delle norme che permettessero di convertire gli strumenti in circolazione in quelli ordinari, mediante una deliberazione maggioritaria. Infatti si è constatato che l'emissione di strumenti finanziari insoliti può agevolare nel breve periodo il reperimento di risorse, ma nel lungo lo appesantisce, in quanto crea una stratificazione di diritti troppo onerosa e complicata»; v. anche le analoghe osservazioni di G. Ferrarini: «[L]a libertà di emettere azioni permessa dalla nuova normativa potrà servire forse per importare tecniche che in Italia non sono ancora ben conosciute, ma i mercati e le Borse amano la standardizzazione. Penso che non cambierà la regola di «un'azione, un voto» cui i mercati amano attenersi... Anche il Tuf aveva formalmente deregolamentato l'emissione di azioni di risparmio ma poi quel che è accaduto è che gli emittenti hanno piuttosto ritirato quei titoli, spinti dagli investitori istituzionali» (G. Ferrarini, *Non riprodurre modelli uguali*, intervista a cura di R. Sabbatini, *Il Sole 24 Ore*, 20 novembre 2003, n. 318, p. 12). Corinna Arnold, in qualità di direttrice del *Global Shareholder Service* del *Investor Responsibility Research Center*, dopo aver ricordato che in molti Paesi europei vengono posti limiti ai possessi azionari e ai diritti di voto, fa presente che «US and UK investors object strongly to these sorts of infringements on a one-share one-vote standard, but they have been forced to accept them for now. It is an area of ongoing contention, however, and the focus of aggressive activism in some cases» (C. Arnold, *Voting Abroad: Practical Experiences*, in *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, cit. *supra* alla nota 147, p. 391 ss., a p. 397).

corso del quale non mancarono le voci in favore di una proibizione dell'istituto. Negli anni successivi, anche grazie alla pressione degli investitori istituzionali, le società dotate di una struttura finanziaria e di governance complessa a causa dell'esistenza di più categorie di azioni, talune prive del diritto di voto e altre beneficiarie di un voto plurimo, finirono per semplificare la struttura mediante la conversione delle azioni speciali in azioni ordinarie ciascuna recante un voto²¹⁹. Nonostante la storica avversione degli investitori istituzionali ad avvalersi dei diritti di voto in assemblea e la tendenza ad optare per la vendita delle partecipazioni in caso di non condivisione delle strategie del management, la loro predilezione per le azioni con diritto di voto pieno si giustifica per una molteplicità di ragioni²²⁰.

In primo luogo, soltanto le azioni a voto pieno, o che comunque concorrono alla nomina e revoca degli amministratori, alimentano il mercato per il controllo societario. Poiché è con il possesso della maggioranza dei diritti di voto che ci si assicura il controllo di una società, i soggetti interessati ad acquisire il controllo di una società devono necessariamente rivolgersi ai titolari di azioni con diritto di voto. Le offerte pubbliche di acquisto finalizzate all'acquisizione del controllo di una società quotata o con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante riguardano quindi necessariamente le azioni con voto pieno o, comunque, le azioni con diritto di voto per la nomina o revoca degli amministratori²²¹. Per questa stessa ragione, il regime delle offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie, la cui *ratio* sta nell'assicurare che tutti gli azionisti di minoranza di società quotate siano posti in condizione di beneficiare a parità di condizioni del trasferimento del controllo mediante possibilità di cessione della propria partecipazione all'offerente e percezione dell'eventuale premio sulle quotazioni di mercato, interessa le azioni con diritto di voto pieno o, comunque, con diritto di voto per la nomina o revoca degli amministratori.

In secondo luogo, gioca in favore delle azioni a voto pieno la simmetria e standardizzazione internazionale della loro disciplina legale o comunque la confrontabilità delle loro caratteristiche a livello transnazionale. Per quanto possa variare il contenuto dei

²¹⁹ V. E. Ferran, *Company Law and Corporate Finance*, Oxford – New York, 1999, p. 246.

²²⁰ Sulla ferma presa di posizione degli investitori istituzionali britannici in favore delle azioni a voto pieno, v. il paper del Institutional Shareholders Committee, *The Responsibilities of Institutional Shareholders in the UK* (1991), ove si dichiara che "institutional investors are opposed to the creation of equity shares which do not carry full voting rights".

²²¹ V. ancora E. Ferran, cit. *supra* alla nota 219, p. 246, ove si riporta il pensiero di J.P. Charkham secondo cui "The stockmarket... has become a market of companies as well as for shares. We take it for granted that this is a natural state of affairs but it is not so. It depends on voting rights. If no shares had voting rights and companies could not be taken over in a contested bid, shareholders who felt themselves locked in would have to take action. No William Tell could ride to their rescue, bid in hand" (J.P. Charkman, "Are shares just commodities?", in *Creative Tension?* (NAPF 1990) 34, 37 e 38)

singoli diritti e le loro modalità di esercizio, le legislazioni attribuiscono alle azioni a voto pieno il diritto al voto per la nomina delle cariche sociali e per la deliberazione delle più importanti operazioni straordinarie, il diritto agli utili e alla quota di liquidazione, il diritto all'impugnazione delle deliberazioni assembleari. Per investitori adusi ad effettuare investimenti su scala internazionale e quindi in strumenti finanziari soggetti a normative differenti, lo studio della disciplina legale e contrattuale delle singole categorie di strumenti finanziari rappresenta un costo che può essere sensibilmente ridotto mediante la selezione di strumenti omogenei sul piano della disciplina e dei contenuti.

In terzo luogo, soltanto le azioni a voto pieno, in quanto trattasi delle medesime azioni detenute dal socio o dai soci di controllo, assicurano la parità di trattamento nei confronti dei controllanti e limitano i rischi di abuso a danno degli azionisti esterni. La protezione data dalla legge alle azioni speciali prive del voto spesso è considerata insufficiente e comunque è rimessa in ultima istanza alle valutazioni, non prevedibili *ex ante*, dei giudici.

7. Osservazioni conclusive.

Nonostante lo sfavore con cui sono giudicate le deviazioni dalla regola "un'azione, un voto", tali deviazioni continuano ad essere autorizzate negli ordinamenti e ricorrenti nella prassi, quanto meno dell'Europa continentale. Mentre, infatti, nel Regno Unito e negli Stati Uniti le deroghe al principio "un'azione, un voto" rimangono per lo più circoscritte al settore delle *private companies* o *closely held corporations*, nell'Europa continentale (compresi i Paesi scandinavi), il ricorso a strumenti di superamento del principio di proporzionalità sono diffusi tanto in relazione a società non quotate quanto in relazione a società quotate²²². Questa divergenza trova la propria spiegazione nel differente grado di concentrazione della proprietà azionaria che caratterizza i mercati finanziari di stampo anglosassone rispetto a quelli tradizionalmente propri dei Paesi europei²²³. Ove esistono azionisti saldamente nel controllo della società e ove tali azionisti possano estrarre dalla loro posizione di dominio cospicui benefici privati (ulteriori rispetto ai benefici patrimoniali strettamente correlati alle performance aziendali) a discapito degli azionisti

²²² Parc, tuttavia, che anche fra le società quotate dell'Europa continentale si stia affermando una cultura di mercato incline all'abbandono di tecniche statutarie di separazione fra la proprietà e il controllo come l'emissione di azioni a voto plurimo o a voto limitato. Sulla decisione della società svedese Ericsson di eliminare le azioni a voto plurimo v. Y.H. Chen, *Compensating Voting Loss: The Case of Ericsson* (February 26, 2004), consultabile presso <http://ssrn.com/abstract=509282>.

²²³ Per un'analisi dell'incidenza del grado di concentrazione della proprietà azionaria sul funzionamento dei sistemi di corporate governance, v. F. Barca, M. Becht, *The Control of Corporate Europe*, Oxford, 2001; J.A. McCahery, E.P.M. Vermeulen, *Related Party Transactions and Beneficial Ownership*, p. 6 ss.

meri investitori, come avviene tipicamente nelle società aventi sede in Paesi dell'Europa continentale, la tendenza a discostarsi dal principio di proporzionalità si intensifica. Ciò in quanto ai soci di controllo è data la possibilità di raccogliere nuovi fondi presso terzi senza con questo porre in pericolo la loro posizione di dominio, come avviene allorché siano offerte agli investitori azioni a voto non pieno ovvero siano riservate al gruppo di controllo azioni a voto plurimo. Se questa possibilità non fosse loro concessa, probabilmente i soci di controllo si asterebbero dal raccogliere ulteriore capitale di rischio e condannerebbero perciò le società o al mantenimento di una piccola dimensione o all'assunzione di una struttura finanziaria eccessivamente indebitata e quindi inopportuna²²⁴.

Anche i limiti statuari al diritto di voto costituiscono una misura volta a deviare dal principio di proporzionalità e tuttavia, secondo chi ne reputa utile la prevedibilità nell'ordinamento delle società, a differenza delle azioni a voto plurimo o delle azioni a voto non pieno, dovrebbero in teoria operare a svantaggio degli azionisti intenzionati ad assumere posizioni di controllo, in quanto la loro ragion d'esser starebbe nel contenimento entro un "tetto" massimo del potere complessivo di voto di qualunque azionista, in misura tale da prevenire il formarsi di stabili posizioni di dominio sulla società.

Costituisce obiettivo della seconda parte del lavoro la dimostrazione dei seguenti punti: 1) non è possibile valutare l'operatività dei limiti statuari al diritto di voto e quindi la loro utilità al fine di determinare l'allocatione del potere di governo della società senza tenere in considerazione la struttura dell'azionariato sotto il profilo, in particolare, del suo grado di concentrazione: limiti statuari di identica portata producono effetti diversi, se non opposti, al variare della concentrazione delle partecipazioni azionarie; 2) in conseguenza della prima dimostrazione è vano giustificare l'introduzione di limiti statuari al diritto di voto al fine di perseguire l'ideale di democrazia azionaria, posto che di tale ideale possa darsi un significato univoco, ciò che pare ad un'attenta analisi discutibile; 3) la previsione di limiti statuari al diritto di voto nelle società quotate sortisce effetti sostanzialmente negativi per l'attitudine degli stessi ad ostacolare la sottoposizione del management delle società alla funzione disciplinatrice del mercato attraverso la minaccia di opa non concordate e quindi di un ricambio nel controllo della società; 4) la possibilità di inserire limiti statuari al diritto di voto nelle società che non fanno appello al mercato dei capitali di rischio, dubbia prima della riforma dell'art. 2351 c.c., costituisce un'opportuna novità poiché in tali società, ove non viene in considerazione l'interesse del

²²⁴ Cfr. L. Enriques, *Silence Is Golden: The European Company Statute As a Catalyst for Company Law Arbitrage*, Law Working Paper N° 07/2003, a p. 17.

pubblico risparmio e ove la gestione dell'impresa rimane un affare privato in senso stretto, ogni manifestazione dell'autonomia statutaria, che non si espliciti secondo modalità contrarie a correttezza e buona fede nei confronti di alcuni soci e che non leda la posizione di terzi (e dei creditori in particolare), merita di essere valorizzata.

Infine ci si dedicherà all'esame della disciplina dei limiti statutari al diritto di voto e della loro interazione con altri istituti di diritto societario nonché della questione dell'ammissibilità dei limiti ai possessi azionari, tanto nelle società non quotate quanto nelle società quotate.

CAPITOLO TERZO

I LIMITI AL DIRITTO DI VOTO: FUNZIONE E OPERATIVITÀ

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Incidenza del tipo economico-sociale della singola società sulla valutazione dei limiti al diritto di voto. – 3. I limiti statutari al diritto di voto nelle società non fanno appello al mercato del capitale di rischio. – 4. I limiti statutari al diritto di voto nelle società che fanno appello al mercato del capitale di rischio. – 4.1. Segue: critica della tesi che fa perno sulla contrarietà all'interesse sociale dei takeover governati dalla normativa italiana. – 4.2. Segue: osservazioni a margine dell'orientamento favorevole alla previsione di limiti statutari al diritto di voto soggetti alla break-through rule. – 4.3. Segue: le perplessità sulla motivazione della democratizzazione del governo societario. – 5. Osservazioni (ulteriori) sul concetto di democrazia azionaria.

1. *Premessa.*

Nel capitolo precedente sono stati esaminati le radici storiche, le ragioni economiche ed il persistente valore della regola che vuole un voto attribuito ad ogni azione.

Come abbiamo constatato, questo principio, per quanto razionale e desiderabile al fine di garantire un efficiente funzionamento della struttura di governance della società, può sperimentare nell'ambito dell'ordinamento societario deviazioni di origine statutaria più o meno significative. Le deviazioni possono essere di due ordini. Può trattarsi di deviazioni che incidono sul contenuto oggettivo della partecipazione azionaria oppure di deviazioni che dipendono dalla situazione soggettiva assunta dal detentore della partecipazione. Al primo genere appartengono le fattispecie del voto plurimo, del voto limitato a particolari argomenti, del voto subordinato al verificarsi di determinate condizioni ovvero quelle in cui si dispone la totale privazione del diritto di voto. Al secondo genere appartengono i sistemi di voto che, pur non incidendo sul contenuto della singola partecipazione azionaria così come determinata nello statuto, alterano il potere deliberativo del socio in relazione all'ammontare complessivo della sua partecipazione nella società.

L'art. 2351, c.c., come modificato dal d.lgs. 6/2003, fa del diritto di voto un attributo alquanto flessibile della partecipazione azionaria, autorizzando gli statuti ad avvalersi di un'ampia libertà di regolamentazione. Prevede, infatti, la nuova disposizione che le società possano emettere, per un valore che complessivamente non superi la metà del capitale sociale, azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative e che le società che non fanno appello al mercato del capitale di rischio possano inserire nei loro statuti clausole che limitino o graduino il potere di voto

degli azionisti in considerazione della loro partecipazione complessiva. Unica deviazione al principio un'azione, un voto tuttora vietata è quella del voto plurimo. Viene pertanto abbandonato il principio della tipizzazione delle scelte statutarie in materia di voto proprio del precedente sistema, tale per cui del diritto di voto erano consentiti o il pieno riconoscimento (nelle azioni ordinarie) o la totale privazione (nelle azioni di risparmio delle società quotate) o l'esclusione dalle sole assemblee ordinarie (nelle azioni privilegiate a voto limitato).

La libertà di regolamentazione del diritto di voto, così come quella di disciplina del contenuto dei diritti patrimoniali delle azioni, viene considerata strumento idoneo a favorire la raccolta di capitale di rischio da parte delle imprese attraverso l'emissione di strumenti finanziari adattabili alle esigenze dell'impresa emittente e del mercato²²⁵, senza vincoli normativi che non siano strettamente necessari a tutela della funzionalità dell'impresa e, indirettamente, del sistema economico nel suo complesso. A queste esigenze intende rispondere, in particolare, il secondo comma, ultimo periodo, dell'art. 2351, ai sensi del quale il valore delle azioni a voto non pieno non può complessivamente superare la metà del capitale sociale, che costituisce, insieme al perdurante divieto di emissione delle azioni a voto plurimo (art. 2351, quarto comma), l'ultimo baluardo a difesa della proporzionalità fra conferimento o investimento e potere di voto in assemblea²²⁶; e il comma terzo dell'art. 2351, laddove autorizza soltanto le società che non fanno appello al mercato del capitale di rischio all'inserimento in statuto di clausole limitative del potere di voto complessivo del singolo azionista.

2. Incidenza del tipo economico-sociale della singola società sulla valutazione degli effetti dei limiti statuari al diritto di voto.

All'autonomia statutaria è stato concesso ampio spazio non soltanto nella definizione dei contenuti amministrativi della partecipazione in senso oggettivo (attraverso la creazione di categorie di azioni diversificate fra loro anche per la sola diversa portata del diritto di voto in esse incorporato) ma anche nella delimitazione dal punto di vista soggettivo del potere amministrativo scaturente dalla partecipazione azionaria complessivamente considerata. Vengono infatti espressamente autorizzati gli statuti delle società che non fanno appello al mercato del capitale di rischio a introdurre limiti massimi

²²⁵ Come si esprime la Relazione ministeriale al punto 4.2, "viene perseguito l'obiettivo di ampliare gli strumenti disponibili alle società per attingere fonti di finanziamento e viene dato ampio spazio alla creatività degli operatori nell'elaborazione di forme adeguate alla situazione di mercato".

²²⁶ Cfr. M. Lamandini, cit. *supra* alla nota 74, p. 526 s.

al numero di voti disponibili da parte dei soci o a disporre scaglionamenti del diritto di voto (con la tecnica del c.d. voto scalare), in relazione alla quantità di azioni detenute da uno stesso soggetto. I limiti al diritto di voto o il voto scalare dovrebbero perseguire l'obiettivo di disancorare entro certi limiti l'influenza sulla società dall'ammontare del conferimento o dell'investimento e quindi impedire l'acquisizione del controllo, quanto meno di diritto, da parte di un solo socio o di un numero ristretto di soci.

Con l'inserimento di clausole statutarie che limitano ad una percentuale massima i voti disponibili da parte di ciascun singolo socio o che attribuiscono un numero dei diritti di voto non proporzionale al numero delle azioni detenute, sempre in conseguenza del superamento di una certa soglia di partecipazione al capitale, si agisce non sul profilo oggettivo della partecipazione ma esclusivamente su quello soggettivo, relativo cioè al singolo socio. Se, infatti, si fissa nella misura massima del 10 per cento del capitale la percentuale di voti che ciascun socio può esercitare, si prende in considerazione esclusivamente la partecipazione complessiva del socio ma non si incide sui diritti incorporati nelle azioni e non si crea quindi una categoria speciale di azioni. Qualora le azioni eccedenti la soglia percentuale fissata nello statuto fossero cedute ad un terzo, il terzo potrebbe esercitare pienamente i diritti di voto relativi, sempre che, beninteso, a sua volta la sua partecipazione complessiva non venga ad eccedere la soglia percentuale.

Vi è perciò una profonda differenza tanto in termini di struttura quanto di finalità perseguibili fra emissione di azioni a voto non pieno e fissazione di limiti massimi al diritto di voto. Con l'emissione di azioni a voto non pieno si creano nuove categorie di azioni, soggette alla disciplina legale delle azioni di categoria e i cui diritti amministrativi sono determinati per legge e per statuto indipendentemente dalla posizione soggettiva del loro titolare. I limiti massimi al diritto di voto viceversa prescindono dal tipo di azioni dal quale il diritto di voto scaturisce e diventano operativi al superamento di determinate soglie partecipative di capitale votante. Dal punto di vista delle finalità perseguibili, se con l'emissione di azioni speciali a voto escluso o limitato la società si ripropone di reperire capitale di rischio eliminando o riducendo gli effetti diluitivi sulla quota di controllo dei soci di maggioranza, con l'introduzione dei limiti statuari al diritto di voto la società previene la formazione della figura dei soci di maggioranza che siano per ciò solo controllori della società stessa.

La diversità di struttura e finalità comporta evidentemente la necessità di un differente approccio normativo. Nel caso delle azioni a voto non pieno il problema che si pone all'ordinamento è quello di salvaguardare i diritti dei loro titolari da operazioni o

deliberazioni degli azionisti ordinari pregiudizievoli nei loro confronti. Si tratta cioè di salvaguardare l'integrità delle condizioni originarie dell'investimento degli azionisti di categoria speciale al cospetto di manovre fraudolente degli azionisti di controllo e di consentirne modificazioni soltanto in presenza dell'approvazione della maggioranza dei soggetti interessati. In questa prospettiva si colloca la disposizione dell'art. 2376, primo comma, c.c., ai sensi della quale le deliberazioni dell'assemblea generale dei soci che pregiudichino i diritti di una categoria speciale di azioni non sono efficaci se non ottengono l'approvazione degli appartenenti della categoria interessata. Al fine di contemperare l'esigenza di consentire comunque una modifica, anche in senso peggiorativo, dei diritti attribuiti alle azioni di categoria con l'opportunità che tale modifica ottenga il consenso di una maggioranza qualificata dei soggetti interessati, l'art. 2376, secondo comma, prescrive l'applicazione alle assemblee speciali di categoria del regime dei quorum costitutivi e deliberativi delle assemblee straordinarie.

Nel caso dei limiti al diritto di voto, invece, il problema che si pone all'ordinamento che li autorizzi è quello di individuare un meccanismo di tutela del socio che dalla loro introduzione, posteriore all'ingresso del socio in società, abbia a soffrirne e, parimenti, uno strumento di tutela del socio che sull'esistenza di limiti al diritto di voto abbia fatto affidamento e sia perciò contrario ad una loro successiva eliminazione o attenuazione. Se, infatti, i soci fondatori sono, in linea di principio, liberi di regolare i propri diritti amministrativi in sede di negoziazione dei termini iniziali del contratto sociale e quindi di limitarne l'ammontare ad una misura massima, l'introduzione successiva o l'eliminazione o attenuazione del limite attraverso una modificazione statutaria osteggiata dal socio o dai soci colpiti direttamente dalla misura pone la questione del se e del come tutelare le prerogative di questi. A tal fine, la riforma del diritto societario del 2003 ha fatto ricorso all'istituto del recesso, ampiamente valorizzato rispetto al passato come strumento di soluzione delle controversie fra soci. L'art. 2437, primo comma, lett. g, attribuisce il diritto di recesso al socio che non abbia concorso all'approvazione della deliberazione che comporti una modificazione dello statuto concernente i diritti di voto o di partecipazione e il sesto comma sancisce la nullità di ogni patto che valga ad impedire o a rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso in questo caso (così come in tutti i casi indicati nel primo comma).

Prima di analizzare la disciplina delle clausole limitative dei diritti di voto spettanti ai soci, pare opportuno soffermarsi attentamente sulla funzione o, meglio, sulle plurime funzioni economico-sociali che tali clausole possono assolvere nell'ambito di una società

per azioni. L'individuazione delle possibili funzioni che esse possono svolgere nell'ambito del nuovo ordinamento societario, e quindi della ragione che sta alla base dell'ammissione di questo istituto giuridico, consente di meglio comprendere l'operatività in concreto della clausole e di inquadrare i problemi di legittimità delle stesse e del loro inserimento in statuto. Qualora, infatti, in considerazione delle modalità procedurali seguite per introdurre una clausola limitativa del voto nello statuto o degli effetti in concreto esercitati sulla sfera giuridica di alcuno dei soci, dovesse emergere un utilizzo fraudolento della stessa, in quanto diverso o addirittura contrario agli scopi perseguiti o consentiti dalla legge, la validità della clausola o, meglio, della delibera di inserimento dello statuto sarebbe da porre in discussione.

La funzione oggettiva svolta dai limiti statuari al diritto di voto varia al variare del tipo economico-sociale della società per azioni nel cui statuto essi sono previsti. Assume un significato determinante la considerazione della struttura e della composizione dell'azionariato. Tanto sotto il profilo dell'operatività in concreto dei limiti al voto, quanto sotto il profilo della loro legittimità, rileva il carattere aperto (al mercato del capitale di rischio) o chiuso della società, la circostanza che essa sia partecipata da un rilevante numero di soci, ciascuno detentore di una ridotta partecipazione azionaria, ovvero da un ristretto numero di soci, in ipotesi legati tra loro da rapporti extrasociali di tipo familiare o di altra natura. Dalla natura economico-sociale e dalla composizione dell'azionariato della società dipende la funzione in concreto svolta dai limiti al voto e anche, eventualmente, la loro liceità. Una clausola redatta con la stessa forma letterale e introdotta nello statuto con il medesimo procedimento potrebbe essere in un caso frutto di un'operazione lecita e in altro di un'operazione illecita.

La considerazione della configurazione in concreto assunta dall'azionariato di una società qualificata dalla presenza di limiti al voto degli azionisti porta a smentire un'idea diffusa quanto aprioristica e cioè che la fissazione di una soglia massima al potere di voto dei soci costituisca uno strumento di promozione della democrazia azionaria e di tutela delle minoranze. Il concetto di minoranza non è univoco ma assume connotati assai differenti a seconda che si consideri una società con un ristretto numero di soci, detentori di consistenti partecipazioni e inclini ad una partecipazione attiva alla vita della società o, viceversa, una società che abbia come soci alcuni azionisti detentori di partecipazioni percentualmente limitate ma significative e una moltitudine di piccoli investitori estranei ad un coinvolgimento nella gestione sociale.

Mentre nel primo tipo di società, una clausola limitativa del diritto di voto può realmente tutelare coloro che non possiedono una partecipazione di maggioranza, in quanto suscettibile di accrescere il loro potere di voto in misura superiore a quanto spetterebbe loro in virtù della quota di partecipazione al capitale, nel secondo tipo di società una clausola formalmente identica potrebbe non spiegare il medesimo effetto. Nelle società quotate o con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante, ove i piccoli azionisti raramente fanno uso dei loro diritti per i costi associati al loro esercizio e, comunque, per la mancanza di idonei incentivi ad una partecipazione attiva, la presenza di limiti al diritto di voto può addirittura produrre un effetto opposto, in quanto, compromettendo l'appetibilità delle partecipazioni di maggioranza (inidonee ad assicurare il controllo) e quindi il pieno funzionamento del mercato del controllo societario, priverebbe i piccoli azionisti delle garanzie e dei benefici derivanti dalla contendibilità della società e quindi dalla completa operatività delle regole di mercato. In tali circostanze, invero, i limiti al voto possono essere surrettiziamente utilizzati da azionisti minoritari per assicurarsi, da un lato, il controllo di fatto della società e, dall'altro, per sfuggire alla necessità di dover correre un rischio economico proporzionalmente correlato alla partecipazione di controllo. Ad essere tutelata sarebbe perciò sì una minoranza, ma una minoranza di controllo in grado di governare, senza tema della perdita del potere di governo per iniziativa di terzi, sopra una maggioranza composta da azionisti dispersi e disorganizzati.

3. La funzione dei limiti statuari al diritto di voto nelle società che non fanno appello al mercato del capitale di rischio.

In una società il cui capitale è diviso tra un numero ridotto di soci, una clausola che limiti ad una soglia massima il potere di voto spettante ai singoli soci introduce un elemento personalistico nell'organizzazione e nel funzionamento della società, altrimenti improntati ad una logica prettamente capitalistica.

Con la fissazione di limiti statuari al diritto di voto, i soci intendono sottrarre la ripartizione del potere amministrativo ad un criterio rigidamente capitalistico di proporzionalità fra investimento e potere di gestione, per accogliere un sistema di assegnazione del potere più vicino a quello proprio delle società cooperative e delle società di persone ove, salvo eccezioni e limitate deviazioni, il peso amministrativo di ciascun socio è svincolato dall'ammontare della sua partecipazione al capitale o al patrimonio della società. A seconda del numero massimo di voti concessi ai soci, il

modello concretamente assunto dalla singola società potrà oscillare fra due estremi, quello della società capitalistica in senso stretto e proprio, ove ogni diritto e potere è di regola correlato all'ammontare dell'investimento, e quello delle società mutualistiche o personali, ove la considerazione della persona del socio tendenzialmente primeggia sulla considerazione del suo apporto patrimoniale.

Ci si può chiedere fino a che punto la struttura di una società per azioni, tendenzialmente informata a principi capitalistici, possa essere modellata dai soci in senso opposto, al punto da sovvertirne quelle che sembrano esserne le fondamenta e quindi a far primeggiare la persona del socio sul valore della sua partecipazione. Ciò che risulterebbe con particolare evidenza se una clausola limitativa del diritto di voto si spingesse sino a consentire ai soci la manifestazione di un solo voto.

L'accertamento della soglia massima in cui possa spingersi la valorizzazione dell'elemento personalistico a discapito di quello capitalistico non può prescindere da una valutazione globale del tipo società per azioni così come disciplinato dal legislatore e dei poteri riservati ai soci nella conformazione della loro società. Occorre cioè chiedersi quale fattispecie di impresa il legislatore avesse in mente mentre dettava le disposizioni di disciplina della società per azioni e quale ruolo, in tale disciplina, abbia accordato all'autonomia statutaria.

Appartiene alla tradizione del nostro ordinamento, così come a quella degli altri Paesi dell'Europa continentale, la regolamentazione di almeno due tipi di società che attribuiscono a tutti i loro soci il beneficio della responsabilità limitata, vale a dire la società per azioni e la società a responsabilità limitata. L'una è stata sempre pensata come fattispecie idonea alle esigenze della grande impresa, bisognosa di un quadro regolamentare favorevole ad un agevole reperimento di capitali e ad una pronta mobilitazione delle partecipazioni sociali e di una chiara definizione dei procedimenti decisionali degli organi sociali, nel rispetto di esigenze di correttezza e trasparenza nei confronti dei soci. La seconda è da sempre considerata il veicolo societario più adatto alle esigenze delle imprese di piccola o media dimensione, ove la possibilità di valorizzare la persona dei soci e la libertà di modellare la concreta struttura della società secondo le aspettative di questi assurgono a primaria importanza.

Ciò premesso, deve però riconoscersi che i due modelli si caratterizzano per un elevato tasso di elasticità tanto che i loro ambiti di riferimento possono venire a sovrapporsi. Pur essendo il tessuto economico italiano prevalentemente caratterizzato da piccole e medie imprese, dal punto di vista delle veste societaria la società a responsabilità

limitata di diritto italiano non ha mai incontrato il favore degli operatori nella stessa misura in cui, ad esempio, in Germania ha attecchito il modello della *Gesellschaft mit beschränkter Haftung*²²⁷. Il ruolo predominante del tipo s.p.a. trovava giustificazione nel fatto che la disciplina della s.r.l. finiva per ricalcare proprio quella della s.p.a., subendone perciò alcune delle rigidità strutturali (in particolare in tema di conferimenti e funzionamento degli organi sociali) e incontrando i soci analoghi ostacoli nell'esercizio della loro autonomia statutaria²²⁸, senza che, tuttavia, il modello s.r.l. accogliesse i profili vantaggiosi della disciplina della s.p.a., attinenti in particolare alle innumerevoli modalità di raccolta del capitale (di rischio e di debito).

Viceversa, la disciplina propria del tipo s.p.a. non appariva inutilizzabile da parte delle imprese di non grandi dimensioni e intenzionate a mantenere concentrata la proprietà azionaria in mano ad un ridotto numero di soci. In primo luogo, la cifra del capitale sociale minimo fissata in centomila euro, per quanto dieci volte superiore alla cifra di diecimila euro richiesta per la costituzione di una s.r.l., in termini assoluti non costituiva una barriera all'entrata insuperabile nemmeno per le imprese medio-piccole. In secondo luogo, disposizioni in materia di azioni con prestazioni accessorie a carico dei loro titolari, di circolazione delle azioni (che attribuivano la possibilità di circoscrivere in vario modo il principio di libera trasferibilità delle azioni con clausole di gradimento e di prelazione), di competenza dell'assemblea (che consentivano di riservare per statuto all'assemblea le deliberazioni su materie altrimenti di competenza degli amministratori) consentivano al modello della società per azioni di servire gli scopi anche di imprese di limitata grandezza o a carattere familiare.

La situazione odierna è solo parzialmente mutata. Come si esprime la Relazione governativa al d. lgs. 6/2003, "La riforma in materia di società a responsabilità limitata... intende offrire agli operatori economici uno strumento caratterizzato da una significativa ed accentuata elasticità e che, imperniato fondamentalmente su una considerazione delle persone dei soci e dei loro rapporti personali, si volge a soddisfare esigenze particolarmente presenti nell'ambito del settore delle piccole e medie imprese" e, pertanto, la nuova società a responsabilità limitata si caratterizza come una "società personale" che, "pur godendo del beneficio della responsabilità limitata", "può essere sottratta alle rigidità di disciplina richieste per la società per azioni". Viceversa, non si rinvengono analoghi

²²⁷ Cfr. G. Zanarone, *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 58 ss., a p. 60.

²²⁸ Nonostante, come rileva G. Zanarone, cit. *supra* alla nota 227, p. 64, "in materia di organizzazione interna o di diritti dei soci, ed entrando quindi in gioco interessi esclusivi di questi ultimi, sarebbero dovute prevalere nella s.r.l. le ragioni dell'autonomia, in quanto trattavasi di struttura formata pressoché esclusivamente da «soci imprenditori», come tali capaci di cogliere appieno significato e conseguenze delle clausole da essi sottoscritte" (note omesse).

passi nella Relazione dai quali emerga una sicura destinazione del modello società per azioni al solo mondo delle grandi imprese, aperte alla partecipazione di un rilevante numero di soci meri investitori.

Già la bipartizione del tipo società per azioni nelle due sotto categorie delle s.p.a. che non fanno appello e di quelle che fanno appello al mercato del capitale di rischio testimonia la perdurante versatilità di questo modello societario, in linea di principio utilizzabile da imprese di diversa natura e dimensione. Del resto, in punto di politica del diritto, non vi sarebbe stato motivo di precludere in maniera assoluta alle imprese minori che lo desiderino l'utilizzo di un modello la cui disciplina offre peraltro garanzie non minori di tutela dei soci non coinvolti nella gestione²²⁹, dei creditori e dei terzi in generale²³⁰. Soprattutto, dalla disciplina della nuova s.p.a. emerge la possibilità di configurare una società caratterizzata da elementi personalistici e da una compagine azionaria ristretta, stabile e compatta.

La possibilità per la società di non emettere azioni e pertanto di sottomettere la cessione della partecipazione alla disciplina della cessione del contratto di diritto comune è certamente rivolta a società i cui soci non intendano agevolare in massima misura la liquidabilità delle loro partecipazioni. E' stata mantenuta la possibilità di emettere azioni con prestazioni accessorie (art. 2345), cui si è aggiunta la possibilità di emettere strumenti finanziari a fronte dell'apporto, anche di opera o di servizi (la cui utilità è più difficile da immaginare nella grande impresa), di terzi (art. 2346, sesto comma). Si è consentito di vietare del tutto per un periodo di tempo determinato la cessione delle azioni da parte dei soci, periodo che può arrivare sino a cinque anni e durante il quale non è prevista la possibilità di esercitare il diritto di recesso (art. 2355-*bis*, primo comma) laddove ai soci di s.r.l., in caso di intrasferibilità delle quote, il diritto di recesso può essere negato per un

²²⁹ Se, infatti, nell'ambito della s.r.l. il singolo socio è legittimato ad esperire l'azione sociale di responsabilità e fruisce del potere di prendere visione e di ispezionare i documenti sociali anche con l'aiuto di professionisti di propria fiducia, nell'ambito della s.p.a. il socio che rappresenti il dieci per cento del capitale, o la minore percentuale stabilita nell'atto costitutivo, può denunciare al tribunale fatti dai quali sorga il sospetto di gravi irregolarità compiute dagli amministratori ed eventualmente ottenerne la revoca giudiziale. Vista l'esperienza (inesistente) dell'azione sociale di responsabilità su iniziativa della minoranza nelle società quotate e, all'opposto, il diffuso ricorso all'art. 2409 per risolvere situazioni di *mala gestio*, è da dimostrare che il riconoscimento della prima, anche con il correttivo della possibilità di revoca degli amministratori in via cautelare, compensi la negazione dell'accesso al procedimento ex art. 2409. Inoltre, è pur vero che al socio di s.r.l. è riconosciuto il potere di ispezionare i documenti sociali anche avvalendosi di professionisti di propria fiducia, ma l'efficacia dei controlli contabili è stata presa in considerazione anche nella s.p.a., laddove essi sono demandati ad un revisore esterno, professionalmente qualificato e istituzionalmente "meno vicino" all'organo amministrativo di quanto non sia il tradizionale collegio sindacale. In ogni caso, la chiara distinzione di ruoli, funzioni e responsabilità propria della s.p.a. fornisce ai soci privi di ruoli gestori migliori garanzie di correttezza e trasparenza dei processi decisionali di quanto non assicuri la disciplina della s.r.l., ove l'amministrazione disgiuntiva, da un lato, e una meno efficace prevenzione dei conflitti di interesse, dall'altro, possano prestarsi a facili abusi.

²³⁰ V. la sparizione nell'articolato sulla s.r.l. della norma sull'azione di responsabilità spettante ai creditori in caso di lesione all'integrità del patrimonio sociale.

massimo di due anni (art. 2469, ult. comma). Si è altresì consentito di subordinare il trasferimento di azioni a particolari condizioni ed eventualmente anche al mero gradimento di organi sociali (sia pure con il temperamento derivante dalla garanzia di un obbligo di acquisto o del diritto di recesso a favore dell'alienante). Anche l'istituto dell'assegnazione non proporzionale delle azioni (art. 2346, quarto comma), verosimilmente, sarà sfruttato nell'ambito di iniziative imprenditoriali che facciano perno sulle qualità personali di alcuno dei partecipanti.

Alla luce di queste considerazioni, non pare che il legislatore abbia inteso porre una riserva di disciplina della s.p.a. a favore della sola grande impresa²³¹. Ne dovrebbe conseguire che non siano da ritenersi invalide, in linea di principio, le clausole, proprie generalmente delle società familiari o a base sociale ristretta, che valorizzano l'elemento personalistico, fra le quali anche quelle che diano ai soci il diritto di esprimere un solo voto. Una clausola siffatta non pare infatti urtare contro nessuna disposizione né contro alcun principio fondamentale di diverso segno²³².

Le motivazioni che possono spingere all'adozione di limiti al diritto di voto sono varie e delle stesse ha dato una compiuta elencazione la dottrina tedesca. Fra esse si menzionano, tradizionalmente, quelle consistenti nell'erezione di una difesa contro acquisti di partecipazioni rilevanti da parte di soggetti esteri; nella frapposizione di un

²³¹ In altri ordinamenti, la tendenza a rendere il modello s.p.a. funzionale alle esigenze delle imprese minori si manifesta nella creazione di una regolamentazione semplificata ed hoc per la piccola società per azioni. In Francia, la legge 94-1 del 3 gennaio 1994 ha creato la *société par actions simplifiée*, con l'obiettivo, in particolare, di offrire un modello societario per azioni non soggetto all'osservanza delle direttive comunitarie in materia di società per azioni. Per quanto concerne il voto, nella società per azioni semplificata francese, sono valide le azioni a voto plurimo, il voto per testa e l'attribuzione di un diritto di veto in favore di alcuni soci o di titolari di alcune azioni. Obiettivo analogo è stato perseguito in Germania con il *Gesetz für kleinen Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts* del 2-VII-1994, anche se la libertà statutaria ivi prevista è assai più ridotta di quelle consentita nell'omologa francese.

²³² L'ammissibilità di una clausola che riduca il potere di votare dei soci sino a consentire un solo voto è difesa dalla dottrina tedesca largamente maggioritaria mentre è avversata da quella francese e spagnola. Nell'ambito di quest'ultima, tuttavia, vedi l'opinione favorevole, per le medesime motivazioni esposte nel testo, di A. Recale Castells, cit. *supra* alla nota 8, p. 77 ss., che ricorda anche come l'unico caso portato dinnanzi ai giudici spagnoli sia stato deciso in favore della liceità della clausola. Secondo L'Autore spagnolo, rappresenta una "petizione di principio" l'affermazione secondo cui il voto capitaro, snaturando l'"*intuitus pecuniae*" proprio della società per azioni o il principio di proporzionalità, sarebbe illegittimo per contrarietà ai principi organizzativi fondamentali della società anonima. Il riconoscimento del principio di proporzionalità come principio organizzativo fondamentale incontra infatti un limite proprio in tutte quelle disposizioni, fra cui quelle che autorizzano le limitazioni statutarie al diritto di voto, che autorizzano deviazioni dalla regola «un'azione, un voto». Inoltre, peccerebbe di "eccessivo formalismo" la tesi contraria che facesse perno sul carattere necessariamente capitalista della società anonima, in quanto attraverso di essa si potrebbe arrivare a contestare ogni clausola che possa avere effetti contrari a principi capitalisti e di libero mercato (come le clausole di mero gradimento o di intrasferibilità delle azioni) o comunque alieni da logiche strettamente capitaliste (come le clausole che impongono prestazioni accessorie), nonostante clausole del genere siano autorizzate dalla legge stessa. Se, invece, si accetta che il tipo società per azioni consente, con clausole quali quelle che limitano il diritto di voto, l'inserimento di elementi personalistici, allora non v'è motivo di escludere nemmeno la legittimità del voto capitaro. Sotto questo profilo, peraltro, non vi sarebbe molta differenza con una clausola che fissasse in cinque, anziché in un uno, il numero massimo di voti spettanti ai soci. In definitiva, la questione attiene alla legittimità di clausole che alterino la tradizionale configurazione della società anonima. Una volta ammessa tale legittimità, questa non può poi essere contestata per le determinazioni statutarie assunte in concreto. Sul voto capitaro nella s.p.a. vedi più ampiamente *infra*.

ostacolo a tentativi di scalata ostili; nella volontà di impedire la formazione di gruppi; nel rafforzamento dell'indipendenza del management dagli azionisti; nella volontà di impedire la formazione di blocchi di potere in assemblea allo scopo di mantenere il carattere cooperativistico o personalistico della società; nella protezione dell'influenza esercitata da un determinato azionista (ad es. pubblico) o di un gruppo di azionisti (ad es. la famiglia dell'imprenditore); nella ricerca di una larga diffusione dell'azionariato²³³.

A questo elenco di possibilità di utilizzo può aggiungersene una affatto singolare, conseguente al tipo particolare di attività economica esercitata dalla società in cui il limite viene inserito o dipendente dalla sua posizione sul mercato (del prodotto o del servizio erogato) di riferimento. Quando una società si trova ad esercitare un'attività d'impresa in condizione di monopolio di fatto e di particolare interesse pubblico, e la sua compagine sociale si compone di una pluralità di azionisti in concorrenza fra loro e con la società partecipata stessa, l'introduzione di limiti al diritto di voto, impedendo l'esercizio del controllo da parte di un solo soggetto o di un ristretto gruppo di soci, può assolvere la funzione di preservare un sufficiente grado di indipendenza dell'organo di gestione e quindi uno svolgimento dell'attività nell'interesse di tutti i soci.

Riconducibile ad una ipotesi del tipo appena descritto è quella, in Italia, della società di gestione dei mercati regolamentati azionari ed obbligazionari, Borsa italiana s.p.a. Un tempo ente pubblico, Borsa italiana è stata nel 1996 interessata da un procedimento di privatizzazione che ha coinvolto tutti gli intermediari finanziari abilitati allo svolgimento dei servizi di negoziazione di valori mobiliari quotati. In particolare, a tutti questi soggetti, accomunati dall'interesse ad un'efficiente organizzazione e gestione dei mercati ma concorrenti nell'offerta alla clientela di servizi d'investimento, furono offerte in sottoscrizione quote azionarie della neonata società per azioni. Nello statuto, fin dall'origine, è stata prevista una clausola che limitava il diritto di voto di ciascun azionista ad una misura massima del 7,5%, successivamente elevata, in seguito probabilmente alla progressiva concentrazione della base azionaria, alla misura del 10% del capitale con diritto di voto²³⁴. In una situazione del genere, un tetto massimo al diritto di voto non solo

²³³ T. Baums, *Höchststimmrechte*, in *AG*, 1990, p. 221 ss., a p. 224 s.

²³⁴ Nella versione dello statuto di Borsa italiana s.p.a. conseguente alle modifiche deliberate dall'assemblea straordinaria il 23 settembre 2004, l'art. 9, a tal proposito, recita: "Nessun soggetto titolare di diritti di voto, intervenuto o rappresentato in Assemblea, può esercitare in proprio tali diritti in misura superiore al 10% del capitale avente diritto di voto. Ai fini del computo del predetto limite percentuale sono considerati come spettanti ad un unico soggetto i diritti di voto di cui siano titolari: - ogni società ed il relativo soggetto controllante nonché le società controllate dal medesimo soggetto controllante; il controllo si considera esistente, anche con riferimento a soggetti diversi dalle società, nei casi previsti dall'art. 2359, commi 1 e 2, del Codice Civile e nei casi previsti dall'art. 23, comma 2, del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385; - le persone fisiche legate da rapporti di parentela in linea retta o di coniugio, sempreché non sia intervenuta separazione legale; - i soggetti legati da un patto parasociale o da un rapporto di qualsiasi natura che regoli

impedisce che un soggetto possa acquisire, attraverso il controllo della società partecipata, un'influenza dominante su un mercato su cui operano altri concorrenti ma impedisce altresì che di un monopolio legale, trasformatosi in un monopolio di fatto, venga a beneficiare un solo soggetto o un ristretto gruppo di soggetti. Un limite al voto, in tale circostanza, comporta evidentemente la necessità di giungere ad un accordo preliminare e comunque condiviso da più azionisti circa le persone cui investire della carica di amministratore, non potendo alcuno dei soci, singolarmente, confidare sulla possibilità di ottenere la nomina dei soli propri candidati. In secondo luogo, in società, come quelle che gestiscono mercati regolamentati, ove è la legge ad imporre un ruolo gestorio in senso lato anche agli azionisti, che approvano in assemblea ordinaria i regolamenti dei singoli mercati in cui si segmenta il mercato azionario, obbligazionario e degli altri strumenti finanziari negoziabili (art. 62, t.u.f.), l'imposizione di un tetto ai diritti di voto assicura un certo grado di condivisione fra i soci anche di rilevanti aspetti legati alla gestione dei mercati e non soltanto all'organizzazione della società.

Ai limiti al diritto di voto, quindi, può essere riconosciuta la funzione di tutelare un duplice interesse: l'interesse alla parità di trattamento di tutti gli operatori che svolgono attività su un medesimo mercato, perché la limitazione del potere dei singoli assicura tutti della necessità di giungere ad una visione concordata sulle strategie e sull'organizzazione della società e dell'improbabile assunzione di decisioni ingiustificatamente favorevoli ad alcuni e pregiudizievoli per altri; ma anche l'interesse pubblico a che un'attività importante per il sistema economico-finanziario e ancora esercitata in una condizione di monopolio di fatto, qual è la gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari, non finisca nelle mani di un solo operatore, che eventualmente si trovi anche in un conflitto di interessi istituzionale (e quindi ineliminabile) con la stessa società controllata.

Il problema perderebbe molta della sua rilevanza se, nel caso di specie, aumentasse il numero delle società di gestione dei mercati e quindi cessasse la condizione di monopolio di fatto. Poiché, tuttavia, il mercato dei servizi di organizzazione e gestione dei mercati mobiliari incontra rilevanti barriere all'entrata, soluzione ottimale, nell'interesse della collettività e degli azionisti stessi, è quella di prevedere o una struttura di tipo cooperativo

tra di loro l'esercizio del diritto di voto nell'Assemblea della Società; - le società fiduciarie e le persone interposte che agiscano su mandato di altri soggetti intervenuti o rappresentati in Assemblea o di alcuno dei soggetti contemplati nel presente comma. Qualora le azioni eccedenti il limite percentuale sopra indicato facciano capo a più soggetti, si riduce proporzionalmente il diritto di voto che sarebbe spettato a ciascuno di essi, salvo preventive indicazioni congiunte dei soggetti interessati. In caso di inosservanza di quanto sopra previsto, la deliberazione è impugnabile ai sensi dell'art. 2377 Codice Civile se la maggioranza richiesta non sarebbe stata raggiunta senza i voti inerenti alle predette azioni. Le azioni per le quali non può essere esercitato il diritto di voto sono comunque computate ai fini della regolare costituzione dell'Assemblea".

o consortile, con uguale diritto di partecipazione all'amministrazione di tutti i soci, oppure una struttura tipica di società per azioni a scopo di lucro ma con limitazione del potere di influenza dei singoli²³⁵.

Analoga alla situazione appena descritta è quella connessa al fenomeno di privatizzazione delle società titolari delle reti infrastrutturali attraverso le quali vengono erogati servizi di interesse generale, quali l'erogazione di energia elettrica, gas, acqua e servizi di telecomunicazione. Com'è noto, infatti, le società pubbliche che erano titolari del monopolio nell'erogazione di questi servizi erano anche proprietarie delle reti attraverso cui questi servizi vengono erogati. La privatizzazione di queste società e la contestuale o successiva liberalizzazione dei mercati di riferimento (attraverso una riforma delle procedure di rilascio di autorizzazioni e concessioni) non ha portato i risultati attesi, in termini di aumento del grado di concorrenza nella prestazione di questi servizi (e quindi di un aumento del grado di efficienza e di una riduzione delle tariffe), in quanto si è constatato che attraverso la proprietà delle reti, le società ex monopolistiche erano ancora in grado di condizionare la prestazione dei servizi da parte di società concorrenti, condannate ad una condizione di strutturale debolezza contrattuale nei confronti dell'operatore dominante. Attesa l'impossibilità oggettiva di imporre ai nuovi operatori la costruzione di proprie reti di trasmissione, si è scelto di imporre la cessione da parte degli operatori ex pubblici delle quote di controllo delle società titolari di queste reti e di garantire una situazione di proprietà diffusa delle stesse, affinché nessuno, acquisendo una posizione di stabile controllo di diritto, possa agire a detrimento dell'interesse degli operatori di mercato e degli utenti finali. Da qui l'introduzione, secondo la tradizione della legislazione italiana in materia di privatizzazioni, di clausole limitative dei possessi azionari, che in queste circostanze svolgono una funzione del tutto analoga a quella dei limiti al diritto di voto in senso tecnico, oppure di clausole limitative di tutti i diritti che non abbiano contenuto patrimoniale, in alcune società di rilievo come Terna s.p.a. e Snam Rete Gas²³⁶, le cui azioni peraltro sono state successivamente ammesse alla quotazione in borsa.

²³⁵ Peraltro, in società partecipate da soggetti fra loro concorrenti e in istituzionale ed ineliminabile conflitto di interessi, nei loro rapporti reciproci e con la società partecipata stessa, potrebbe favorire una composizione dei confliggenti interessi e, in ogni caso, lo svolgimento dell'attività nell'esclusivo interesse della società e non in quello di alcuni soci, l'adozione di un modello di amministrazione di tipo dualistico, affiancato in ipotesi da limiti statutari al diritto di voto per la nomina dei consiglieri di sorveglianza. In tal caso, infatti, la presenza di un consiglio di sorveglianza fungerebbe da diaframma e schermo fra i soci imprenditori (tendenzialmente portati ad ingerirsi nella gestione della società in quanto da questa affetti nella loro attività d'impresa tipica) e i gestori (altrimenti più facilmente condizionabili da minacce di revoca o comunque di non rielezione).

²³⁶ V. l'art. 6.4 dello statuto di Terna s.p.a. ("Ai sensi dell'art. 3 del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito con modificazioni dalla Legge 30 luglio 1994, n. 474 nessuno può possedere, a qualsiasi titolo, azioni della Società che

In senso analogo si sono mossi altri ordinamenti europei, che hanno avviato e consolidato la liberalizzazione di taluni servizi pubblici e la privatizzazione di ex monopolisti²³⁷ delle reti.

comportino una partecipazione superiore al 5% del capitale sociale, fatto salvo quanto previsto dalla legge. Il limite massimo di possesso azionario è calcolato anche tenendo conto delle partecipazioni azionarie complessive facenti capo al controllante, persona fisica o giuridica o società; a tutte le controllate dirette o indirette nonché alle controllate da uno stesso soggetto controllante; ai soggetti collegati nonché alle persone fisiche legate da rapporti di parentela o di affinità fino al secondo grado o di coniugio, sempre che si tratti di coniuge non legalmente separato. Il controllo ricorre, anche con riferimento a soggetti diversi dalle società, nei casi previsti dall'art. 2359, commi 1 e 2, del codice civile. Il collegamento ricorre nelle ipotesi di cui all'art. 2359, comma 3, del codice civile, nonché tra soggetti che, direttamente o indirettamente, tramite controllate, diverse da quelle esercenti fondi comuni di investimento, aderiscano, anche con terzi, ad accordi relativi all'esercizio del diritto di voto o al trasferimento di azioni o quote di società terze o comunque ad accordi o patti di cui all'art. 122 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in relazione a società terze, qualora tali accordi o patti riguardino almeno il 10% del capitale con diritto di voto, se si tratta di società quotate, o il 20% se si tratta di società non quotate. Ai fini del computo del su riferito limite di possesso azionario (5%) si tiene conto anche delle azioni detenute tramite fiduciarie e/o interposta persona e in genere da soggetti interposti. Il diritto di voto inerente alle azioni detenute in eccedenza rispetto al limite massimo sopra indicato non può essere esercitato e si riduce proporzionalmente il diritto di voto che sarebbe spettato a ciascuno dei soggetti ai quali sia riferibile il limite di possesso azionario, salvo preventive indicazioni congiunte dei soci interessati. In caso di inosservanza, la deliberazione è impugnabile ai sensi dell'art. 2377 del codice civile se la maggioranza richiesta non sarebbe stata raggiunta senza i voti in eccedenza rispetto al limite massimo sopra indicato. Le azioni per le quali non può essere esercitato il diritto di voto sono comunque computate ai fini della regolare costituzione dell'assemblea." e l'art. 14.3 ai sensi del quale nessun operatore del settore della produzione, importazione, distribuzione, vendita e trasmissione dell'energia elettrica può esercitare i propri diritti di voto per la nomina degli amministratori in misura eccedente il limite del 5 per cento del capitale sociale; cfr., altresì, e l'art. 7 dello statuto di Snam Rete Gas s.p.a. ("Fino alla scadenza del periodo di regolazione delle tariffe di trasporto e di dispacciamento di gas naturale, immediatamente successivo a quello che termina il 30 settembre 2005, che verrà determinato con delibera dell'Autorità competente, l'esercizio del diritto di voto e comunque di quelli aventi contenuto diverso da quello patrimoniale connessi alle azioni che rappresentino più del 15% del capitale sociale costituito da azioni con diritto di voto nell'Assemblea ordinaria acquisite successivamente alla ammissione della Società alla quotazione ufficiale di Borsa da uno Stato o da amministrazioni pubbliche o da soggetti da questi direttamente o indirettamente controllati, nonché da soggetti che svolgano direttamente o indirettamente tramite società controllate o collegate attività di importazione e/o di esportazione in Italia di gas naturale e dai soggetti controllanti gli stessi, è assoggettato al gradimento risultante da atto scritto del Consiglio di amministrazione della Società. Il controllo ricorre, anche con riferimento a soggetti diversi dalle società, nei casi previsti dall'art. 2359, commi 1 e 2, del codice civile. Ai fini del computo della suindicata percentuale si tiene conto anche dei diritti connessi alle azioni complessivamente facenti capo al singolo soggetto e al relativo gruppo di appartenenza, per tale intendendosi il soggetto, costituito anche non in forma societaria, che esercita il controllo, le società controllate e quelle sottoposte a comune controllo, nonché le società collegate e le relative società controllate. Ai fini del computo si tiene altresì conto dei diritti connessi ad azioni detenute tramite fiduciarie e/o interposta persona e in genere tramite soggetti interposti, nonché ad azioni detenute da soggetti diversi da quelli sopra indicati che aderiscono ad accordi con i soggetti sopra indicati, comunque relativi all'esercizio del diritto di voto concernente la Società. L'acquisizione di azioni nella quantità che determina il superamento del suindicato limite del 15% deve essere comunicata per iscritto alla Società al fine della espressione del gradimento da parte del Consiglio di amministrazione. Il gradimento è espresso nel termine di sessanta giorni dalla avvenuta ricezione da parte della Società della comunicazione di cui sopra, è comunicato per iscritto all'azionista ed è irrevocabile. Il gradimento può essere negato solo se l'interesse sociale lo esige. In mancanza del gradimento o prima del decorso del su indicato termine di sessanta giorni o in mancanza della comunicazione da parte dell'azionista, di cui al quarto comma di questo articolo, il diritto di voto e comunque quelli aventi contenuto diverso da quello patrimoniale connessi alle azioni eccedenti il 15% del capitale sociale non possono essere esercitati. Le disposizioni contenute nel presente articolo cesseranno di avere efficacia quando fossero emanati relativamente alla Società i decreti sui poteri speciali previsti dall'art. 2, commi 1 e 1bis, della legge n° 474 del 30 luglio 1994.").

²³⁷ In Spagna, ad esempio, la legislazione speciale in materia di privatizzazioni ha imposto limitazioni legali all'esercizio del diritto di voto in alcune società di rilevante interesse pubblico. Ricorda, in proposito, J.G. De Enterría, *Limitación del voto, actuación concertada y ofertas condicionales. Estudios sobre OPAs (II)*, Madrid, 2002, p. 23, nota 6, che le persone che partecipano al capitale di due o più società ricoprenti la posizione di operatore principale nel mercato elettrico, degli idrocarburi o della telefonia in una misura superiore al tre per cento del capitale "no podrán ejercer los derechos de voto correspondientes al exceso respecto de dicho porcentaje en más de una entidad", così come non può esercitare diritti di voto per un ammontare superiore a questa soglia un operatore principale in uno di questi mercati

4. *La funzione dei limiti statuari ai diritti di voto nelle società che fanno appello al mercato del capitale di rischio.*

Negli altri Paesi europei, la diffusione di clausole limitative del diritto di voto si è avuta soprattutto nell'ambito delle società quotate in borsa. Questa diffusione ebbe luogo, e in alcuni Paesi tuttora si manifesta, con l'obiettivo di difendere la stabilità e continuità della gestione delle società di fronte a mutamenti nella composizione dell'azionariato. I limiti statuari, infatti, possono essere utilizzati come mezzo di difesa a carattere preventivo contro le offerte pubbliche d'acquisto ostili²³⁸.

Poiché l'acquisizione del controllo di una società, cui tende l'offerente che promuova un'offerta pubblica d'acquisto delle azioni in circolazione, dipende dalla disponibilità della maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria della società target, o quantomeno della disponibilità della maggioranza dei diritti di voto per la nomina delle cariche sociali, la previsione statutaria di limiti al diritto di voto, interrompendo il criterio di proporzionalità nell'assegnazione del potere di voto, disincentiva l'acquisizione sul mercato azionario, o attraverso offerte pubbliche d'acquisto, della maggioranza delle azioni con diritto di voto.

Sebbene l'efficacia dei limiti al diritto di voto come misura difensiva a carattere preventivo contro le opa non concordate sia discutibile, in quanto i limiti al voto sono

allorché partecipi al capitale di una società che ricopra la medesima posizione (art. 34, Real Decreto 23 giugno 2000, n. 6/2000, "Medidas urgentes de intensificación de la competencia en mercados de bienes y servicios").

²³⁸ G. Ferrarini, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 737 ss., a p. 749 ss.; sull'utilizzo dei limiti al diritto di voto come mezzo di difesa antiscalata in Germania si è formata una vasta letteratura, fra cui si veda, in particolare, U.H. Schneider, *Gesetzliches Verbot für Stimmrechtsbeschränkungen bei der Aktiengesellschaft?*, in *AG*, 1990, p. 56 ss. (in difesa dell'istituto e della sua efficacia); M. Adams, *Höchststimmrechte, Mehrfachstimmrechte und sonstige wundersame Hindernisse auf dem Markt für Unternehmenskontrolle*, *ivi*, p. 63 ss., a p. 70 ss. (fortemente critico sul ricorso a questa misura, come ad ogni altra deviazione statutaria dal principio un'azione, un voto, da parte di società quotate); T. Baums, *cit. supra* alla nota 233, p. 221 ss., a p. 236 ss. (anch'egli contrario a questo istituto per gli ostacoli che frappongono al funzionamento del mercato dei capitali e comunque persuaso della sua sostanziale inefficacia, anche alla luce della disciplina tedesca dei quorum per l'adozione di determinate deliberazioni); W. Zöllner, U. Noack, *One share – one vote? Stimmrecht und Kapitalbeteiligung bei der Aktiengesellschaft*, *ivi*, 1991, p. 117 ss., a p. 121 ss. (in difesa della sua previsione anche nelle società quotate); per riferimenti recenti al mercato spagnolo, v. J.G. De Enterría, *cit. supra* alla nota 237, p. 22 ("Dentro el surtido mundo del las medidas anti-OPA, la más difundida y socorrida en el mercado español [...] consiste seguramente en la limitación estatutaria del número máximo de votos que puede emitir un solo accionista"). I limiti al voto, tuttavia, possono esplicare la loro efficacia anche in un fase successiva all'acquisizione di determinate quote di capitale con diritto di voto, come insegna la legislazione e la prassi americane. Alcune legislazioni statali degli Stati Uniti d'America, con l'intento di porre le proprie società al riparo da scalate ostili potenzialmente pregiudizievoli per le società, hanno emanato leggi anti-takeover che incidono sui meccanismi di *corporate governance* delle società target. Lo Stato dell'Indiana, ad esempio, ha adottato un *Control Share Acquisition Charter* nel 1986 che dispone la sospensione del potere di voto complessivamente acquisito da un soggetto per la parte eccedente determinate soglie (20%, 50%), salvo che la spettanza di un potere di voto proporzionale al numero di azioni acquisite sia approvata da una maggioranza di azionisti disinteressati (fra i quali non sono compresi l'acquirente, i directors e gli officers della società target con diritto di voto in assemblea).

sempre rimuovibili con una modifica statutaria e pertanto l'efficacia di un'eventuale opa (trasferimento delle azioni e pagamento del prezzo agli oblati) può essere subordinata alla rimozione dei vincoli dallo statuto²³⁹, la presenza di tali limiti è in grado di sortire effetti disincentivanti che la dottrina contraria alla creazione di ostacoli al mercato del controllo societario non manca di sottolineare²⁴⁰.

La riduzione delle possibilità che una società sia fatta oggetto di un'opa può avere l'effetto di far quotare "a sconto" le azioni della società rispetto alle azioni di società concorrenti i cui statuti non prevedano limiti al voto. Il prezzo di un'azione quotata, infatti, è dato oltre che dal valore di bilancio e dall'aspettativa di futuri guadagni o perdite da parte della società, anche dalla probabilità di un futuro premio in caso di un'offerta destinata a mutare il gruppo di controllo. La componente dell'azione consistente nel diritto di voto incorporato, tuttavia, quando non è in grado di influire sui mutamenti nelle posizioni di controllo, perde appetibilità e quindi anche valore economico.

La riduzione delle possibilità di opa, inoltre, penalizza la liquidità del titolo, escluso dal mercato delle società contendibili e dalle potenziali intenzioni d'acquisto di alcuni grandi investitori. Secondo l'orientamento critico verso la presenza di limiti al voto nelle società quotate, questi finirebbero per danneggiare proprio coloro che viceversa dovrebbero beneficiare, vale a dire i piccoli azionisti, che non possono avvantaggiarsi del pieno valore potenziale dell'azione, né di quel ulteriore margine di liquidità che il titolo avrebbe se la società fosse contendibile.

L'isolamento della società dal mercato del controllo societario ha come conseguenza ancora più grave il venir meno della funzione disciplinatrice sul management del "rischio opa ostile". Quando una società quotata con azionariato diffuso è gestita in maniera inefficiente ed il prezzo di mercato delle azioni riflette l'inefficienza manageriale, la società può divenire obiettivo di investitori che si ritengano in grado di accrescerne il valore. Investitori, secondo i quali il valore attuale della società sia inferiore al valore potenziale, accetteranno di pagare, per il conseguimento del controllo, un premio per un

²³⁹ G. Ferrarini, cit. *supra* alla nota 238, a p. 750.

²⁴⁰ Per una sintetica ma efficace descrizione della diversa funzione esplicata, nelle società destinate a quotazione, dalle *dual class common stock* a voto differenziato, che permetterebbero all'imprenditore fondatore di reperire nuove risorse senza perdere il controllo della società, e dai *voting caps*, che invece favorirebbero esclusivamente un effetto di *management entrenchment* e quindi di separazione fra proprietà e controllo, v. R.J. Gilson, *The Political Ecology of Takeovers: Thoughts on Harmonizing the European Corporate Governance Environment*, 61 *Fordham L. Rev.* 161 (1992), a p. 185 s. Sottolinea il diverso impatto sul governo della società e sul mercato del controllo societario che esercitano le azioni a voto differenziato (che consentono all'azionista di esercitare un controllo sul management senza precludere trasferimenti del controllo) e i limiti statuari al diritto di voto (che invece isolano il management dalle determinazioni della proprietà) anche R. Skog, *The European Union's proposed takeover directive, the «breakthrough» rule and the Swedish system of dual class common stock*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 1141 ss., a p. 1148, per criticare il trattamento indifferenziato riservato ai due istituti dalla direttiva comunitaria sulle opa.

ammontare che, unitamente al prezzo di mercato attuale, non ecceda il valore potenziale dell'azione della società stimato dall'investitore stesso, salvo che questo non ritenga di poter conseguire ulteriori benefici privati derivanti dalla posizione di controllo. In tal caso, l'investitore sarà disposto a pagare, per l'acquisto della maggioranza dei diritti di voto, una somma anche superiore a quella corrispondente al suo valore potenziale. Il premio sarà pertanto tanto maggiore quanto maggiore sia il differenziale fra valore attuale e valore potenziale stimato e quanto maggiori siano i benefici privati derivanti dalla posizione di controllo della società. Laddove una opa non fosse possibile per la presenza di "barriere strutturali" o, come è il caso dei limiti al voto, di misure difensive, gli azionisti perderebbero l'aspettativa del guadagno consistente nel premio di maggioranza corrisposto da chi fosse intenzionato ad acquisire il controllo della società. D'altra parte, gli amministratori, non temendo che il deprezzamento dei titoli dovuto ad una loro gestione inefficiente possa favorire un mutamento di maggioranza e quindi condurre ad un forzoso allontanamento dalla carica, avrebbero minori incentivi ad agire nell'interesse degli azionisti.

A favore dell'ammissibilità di limiti al diritto di voto nelle società quotate si invoca, all'opposto, l'opportunità di impedire indesiderate concentrazioni di possessi azionari e di favorire invece la diffusione dell'azionariato²⁴¹; l'incidenza negativa delle scalate ostili sulla stabilità dell'impresa²⁴²; la possibilità di introdurre profili di democrazia azionaria altrimenti esclusi dalla regola della proporzionalità²⁴³ e di impedire la formazione di blocchi di potere nelle assemblee; la loro utilizzabilità anche a fini di tutela preventiva contro la formazione di gruppi di società²⁴⁴.

Alcune di queste ragioni sono probabilmente alla base della scelta, assunta con l'art. 3, l. 30 luglio 1994, n. 474, di conversione del d.l. 31 maggio 1994, n. 332, di consentire alle società operanti nei settori della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia, e degli altri pubblici servizi, nonché alle banche e alle imprese assicuratrici, direttamente o indirettamente controllate dallo Stato o da enti pubblici anche territoriali ed economici, l'introduzione nei loro statuti di limiti massimi al possesso azionario, limiti che, se introdotti, rimangono imm modificabili per almeno tre anni decorrenti dalla data di iscrizione della delibera assembleare nel registro delle imprese²⁴⁵.

²⁴¹ L. Calvosa, cit. *supra* alla nota 61, p. 178 s.

²⁴² *Ivi*, p. 182 ss. e p. 227 ss.

²⁴³ *Ivi*, p. 159.

²⁴⁴ *Ivi*, p. 187.

²⁴⁵ Di questa possibilità è stato fatto abbondante uso da parte degli Azionisti pubblici, come lo Stato e gli Enti pubblici locali, nell'ambito del procedimento di dismissione di quote azionarie in favore di privati e di collocamento sui mercati

regolamentati delle relative azioni. Fra le società le cui azioni siano state quotate a seguito di procedimenti di privatizzazione e i cui statuti contengono clausole limitative dei possessi azionari si possono ricordare: ACEGAS-APS s.p.a. (art. 6 dello statuto); ACSM s.p.a. (art. 7 dello statuto); AEM Torino s.p.a. (art. 8 dello statuto); AMGA Genova s.p.a. (art. 6 dello statuto); ASM Brescia s.p.a. (art. 6 dello statuto); Banca Monte dei Paschi di Siena (art. 9 dello statuto); ENEL s.p.a. (art. 6.1 dello statuto); HERA s.p.a. (art. 8 dello statuto); TERNA s.p.a. (art. 6.4 dello statuto). Generalmente, la sanzione espressamente prevista da queste clausole nel caso di superamento del limite consiste nella impossibilità di esercitare il diritto di voto con le azioni eccedenti. Ciò testimonia che, pur trattandosi tecnicamente di limiti al possesso azionario e quindi al possesso di strumenti che attribuiscono una pluralità di diritti, anche patrimoniali, tali vincoli siano dettati al fine di limitare il diritto di voto e quindi l'esercizio dei diritti di controllo. Soltanto lo statuto della AEM Torino s.p.a. si spinge a precisare che il limite al possesso azionario impedisce l'esercizio di qualunque diritto concernente le azioni eccedenti e che, in mancanza di alienazione delle azioni eccedenti entro un anno dal loro acquisto, i diritti patrimoniali vengono acquisiti dalla società: "E' fatto divieto al singolo socio, diverso dal Comune di Torino e da società o enti controllati dal Comune medesimo, al suo nucleo familiare, comprendente il socio stesso, il coniuge non separato legalmente, i figli minori ed ogni altra persona fisica legata da rapporti di parentela o di affinità fino al secondo grado, di essere titolare del diritto di proprietà ovvero di qualunque altro diritto reale di godimento o di garanzia, ovvero di essere possessore o comunque detentore a qualsiasi titolo di una partecipazione azionaria al capitale sociale complessivamente maggiore del 5 (cinque) per cento. A tal fine, nel rispetto delle disposizioni vigenti, il computo della complessiva partecipazione azionaria massima consentita deve anche tenere conto: a)- delle azioni di cui sia titolare, possessore ovvero detentore, anche indirettamente, una persona fisica o giuridica per il tramite di società controllate o di società fiduciarie o per interposta persona, nonché delle azioni di cui abbia la titolarità, il possesso ovvero la detenzione direttamente o indirettamente a titolo di pegno o di usufrutto o di deposito, nonché delle azioni oggetto di contratti di riporto delle quali si tiene conto tanto nei confronti del riportato che del riportatore; b)- delle azioni la cui titolarità, possesso ovvero detenzione sia conseguenza della conversione di prestiti obbligazionari emessi dalla società; c)- delle azioni di cui sia titolare, possessore ovvero detentore il gruppo di appartenenza del singolo socio, per tale intendendosi il soggetto, anche non avente forma societaria, che esercita il controllo, le società controllate e quelle controllate da uno stesso soggetto controllante. Il controllo ricorre anche con riferimenti a soggetti diversi dalle società, nei casi previsti dall'art. 2359, commi 1 e 2 Codice Civile e dall'art. 93 D.Lgs. n. 58/1998; d)- delle azioni dei soggetti che, direttamente o indirettamente, esplicitamente o attraverso comportamenti concertati, aderiscano ad accordi relativi all'esercizio del diritto di voto o al trasferimento di azioni di A.E.M. Torino s.p.a. e comunque ad accordi o patti tra i soci relativi all'esercizio del diritto di voto o al trasferimento di azioni di A.E.M. Torino s.p.a., indipendentemente dalla validità dei patti e degli accordi stessi. Relativamente agli accordi o patti inerenti all'esercizio del diritto di voto o al trasferimento delle azioni di cui all'art. 122 D.Lgs. n. 58/1998, il collegamento si considera esistente quando detti accordi o patti riguardino almeno il 10% del capitale con diritto di voto se si tratta di società con azioni negoziate in un mercato ufficiale, o il 20% in tutti gli altri casi. Qualunque patto o accordo che comporti per gli aderenti limitazioni o regolamentazioni del diritto di voto, obblighi o facoltà di preventiva consultazione per l'esercizio dello stesso, obblighi circa il trasferimento di azioni, ovvero qualunque accordo per l'acquisto concertato deve essere stipulato per atto pubblico, comunicato alla società per iscritto e reso pubblico mediante annuncio su tre quotidiani a diffusione nazionale, di cui uno economico ed uno che riporti la cronaca cittadina di Torino, entro 5 giorni dalla stipulazione. Sono comunque fatti salvi gli adempimenti prescritti dalla vigente normativa. In mancanza l'atto è inefficace anche tra gli stipulanti. Il limite al possesso azionario di cui al presente articolo non si applica - per un periodo di due anni dalla data di acquisto o sottoscrizione dei titoli - alle azioni che siano state rilevate dai partecipanti ai Consorzi di garanzia del buon esito di offerte pubbliche di azioni o di obbligazioni convertibili della società nell'ambito delle offerte stesse. Tale limite non si applica ai fondi comuni di investimento, né a soggetti esteri svolgenti attività assimilabili. La società rifiuterà l'iscrizione nel libro dei soci in ogni caso a tutti coloro che si renderanno giratari di certificati azionari, a qualsiasi titolo, in eccedenza rispetto al limite previsto nel presente articolo, con riferimento esclusivo ai titoli eccedenti. La società, appena rileva il superamento del limite, contesta al detentore la violazione del divieto intimandogli di alienare le azioni eccedenti entro 360 giorni dalla contestazione. In pendenza del suddetto termine, la società non riconosce in ogni caso a tutti coloro che si renderanno a qualsiasi titolo giratari di titoli azionari in eccedenza rispetto al limite di partecipazione al capitale del 5 per cento il diritto di intervento e di voto in assemblea, il diritto agli utili e comunque i diritti patrimoniali di cui all'art. 2350 C.C., con esclusivo riferimento ai titoli eccedenti. Nei confronti delle azioni eventualmente eccedenti il suddetto limite la Società non riconosce il diritto di intervento e di voto in assemblea, il diritto agli utili e comunque i diritti patrimoniali di cui all'art. 2350 C.C. anche nel caso in cui legittimato all'esercizio di tali diritti sia persona fisica o giuridica diversa da quella che ha superato il limite previsto dal presente articolo. Trascorso il suddetto termine di 360 giorni senza che sia avvenuta l'alienazione delle azioni eccedenti il limite i relativi diritti patrimoniali maturati dalla contestazione vengono acquisiti dalla società. La Società ha la facoltà di ottenere il rispetto del limite di cui al presente articolo nei modi e nelle forme previsti dalle vigenti leggi".

Destinata a privatizzazione è anche la concessionaria pubblica del servizio radio-televisivo, RAI- Radiotelevisione Italiana spa, a seguito dell'emanazione della l. 3 maggio 2004, n. 112 (Norme di principio in materia di assetto del sistema radiotelevisivo e della RAI-Radiotelevisione italiana S.p.a., nonché delega al Governo per l'emanazione del testo unico della radiotelevisione), il cui art. 21, quinto comma, prevede l'inserimento di una clausola che fissa una

Pur trattandosi di limiti al possesso azionario e non di limiti al diritto di voto, le funzioni da essi esplicate nell'ambito delle società privatizzate italiane sembrano essere le medesime esplicate in altri ordinamenti dai limiti statutari al diritto di voto²⁴⁶.

Tale disposizione sembra essere stata dettata al fine di indurre la trasformazione delle società per azioni in mano pubblica in *public companies* di stampo anglosassone, modello ritenuto idoneo a favorire l'afflusso di capitali da parte del pubblico dei risparmiatori e a stimolare un'efficiente gestione dell'impresa²⁴⁷. Per il raggiungimento di questo obiettivo si è creduto opportuno impedire l'acquisizione di quote maggioritarie del capitale da parte di singoli investitori privati che avrebbe determinato il passaggio da un controllo in mano pubblica ad un controllo in mano privata, in contraddizione con l'intenzione di realizzare una riduzione del grado di concentrazione della proprietà azionaria delle grandi imprese.

Come è stato rilevato "il principale meccanismo al quale il legislatore ha affidato l'obiettivo della diffusione delle *public companies* è l'introduzione di limiti di possesso azionario". L'obiettivo è stato quello, da un lato, di "impedire una stabile acquisizione del controllo da parte di un singolo soggetto o di un gruppo di azionisti" e, dall'altro, "di realizzare una polverizzazione dell'azionariato nel presupposto che l'assenza di azionisti di riferimento costituisca elemento propedeutico per lo sviluppo di una *public company*"²⁴⁸. Tuttavia, tale obiettivo si basava su un equivoco concetto di *public company*,

soglia di possesso azionario particolarmente, e forse eccessivamente, ridotta: "In considerazione dei rilevanti e imprescindibili motivi di interesse generale e di ordine pubblico connessi alla concessione del servizio pubblico generale radiotelevisivo affidata alla RAI-Radiotelevisione italiana Spa, e' inserita nello statuto della societa' la clausola di limitazione del possesso azionario prevista dall'articolo 3, comma 1, del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, prevedendosi il limite massimo del possesso dell'uno per cento delle azioni aventi diritto di voto per tutti i soggetti indicati dal medesimo comma 1. Sono, inoltre, vietati i patti di sindacato di voto o di blocco, o comunque gli accordi relativi alla modalita' di esercizio dei diritti inerenti alle azioni della RAI-Radiotelevisione italiana Spa, che intercorrano tra soggetti titolari, anche mediante soggetti controllati, controllanti o collegati, di una partecipazione complessiva superiore al limite di possesso azionario del 2 per cento, riferito alle azioni aventi diritto di voto, o la presentazione congiunta di liste da parte di soggetti in tale posizione. Tali clausole sono di diritto inserite nello statuto della societa', non sono modificabili e restano efficaci senza limiti di tempo".

²⁴⁶ E' il caso della Germania e della Francia. In Spagna, invece, sebbene nel corso del procedimento di adozione della legge 23 marzo 1995, n. 5, sulle privatizzazioni, venne presa in considerazione la possibilità di consentire l'introduzione di clausole limitative dei diritti di voto a carico dei soci, si scelse infine di non introdurre nessuna disposizione speciale in materia di voto che derogasse alla disciplina comune (v., sul punto, A. Recale Castells, cit. *supra* alla nota 8, p. 81 s., alla nota 128).

²⁴⁷ La politica di privatizzazione delle imprese pubbliche è stata motivata, oltre che dalle necessità di riduzione del deficit del bilancio statale e del debito pubblico, dagli obiettivi della riduzione dell'intervento dello Stato nel governo dell'economia, della formazione di un azionariato diffuso mediante la partecipazione al capitale di rischio delle imprese anche del pubblico risparmio, della crescita del mercato borsistico come luogo di negoziazione dei diritti proprietari delle imprese e di reperimento di mezzi per il finanziamento delle stesse in alternativa ai prestiti bancari: cfr. R. Perna, *Public company e democrazia societaria*, Bologna, 1998, p. 7 ss.

²⁴⁸ R. Perna, cit. *supra* alla nota 247, p. 22 s.

consistente nella mera esistenza di un azionariato diffuso nella società anziché in una contendibilità del suo controllo sul mercato²⁴⁹.

Poiché “[p]er *public company* non si intende semplicemente una società con un elevatissimo numero di azionisti e nemmeno semplicemente una società in cui nessun socio detenga una quota elevata di azioni tale da garantirgli il controllo dell’assemblea, ma una società nella quale, accanto a questi due elementi, vi sia la concreta possibilità di perdita del controllo da parte di chi lo esercita, *anche senza il suo consenso*”²⁵⁰, lo strumento del limite al possesso azionario “appare addirittura controproducente” perché “rischia di costituire non già un incentivo, bensì un ostacolo alla contendibilità del controllo e quindi alla diffusione della *public company*”²⁵¹.

Nei casi in cui lo Stato o altro ente pubblico intende mantenere una partecipazione di maggioranza relativa della società parzialmente privatizzata, l’inserimento di limiti statutari al possesso azionario o al diritto di voto assolve la funzione di tutelare la posizione di controllo dei poteri pubblici nel confronto con gli azionisti privati²⁵². Talvolta, inoltre, il fine viene genericamente indicato nell’impedire concentrazioni economiche nocive agli interessi generali della collettività, se non nella prevenzione dell’acquisizione del controllo da parte di soggetti stranieri, di per sé assunto come dannoso alla sicurezza e prosperità del sistema economico nazionale.

²⁴⁹ Cfr. Perna, cit. *supra* alla nota 247, p. 23, il quale nota che non è la presenza di azionisti di riferimento a negare la qualità di *public company* ad una società che, anzi, la presenza di tali azionisti, purché non detentori di quote maggioritarie, può favorire trasferimenti del controllo maggiormente di quanto non garantisca un azionariato totalmente disperso, che anche in presenza di offerte vantaggiose potrebbe non assicurare un sufficiente numero di adesioni a causa dei costi di transazione che si riscontrano nelle operazioni di acquisizione di controllo di società.

²⁵⁰ R. Perna, cit. *supra* alla nota 247, p. 19 s. V., già in precedenza, G. Rossi, *Privatizzazioni e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 1994, p. 385 ss., a p. 396 e P.J. Jaeger, *Privatizzazioni; «Public companies», problemi societari*, in *Giur. comm.*, 1995, I, p. 1 ss., a p. 8, per il quale “un’ampia e diffusa distribuzione della partecipazione azionaria è una condizione *necessaria, non sufficiente*” dovendo ricorrere altresì la caratteristica della potenziale scalabilità della società.

²⁵¹ R. Perna, cit. *supra* alla nota 247, p. 25, che così prosegue: “Il tetto, che in una visione statica costituisce una barriera contro l’acquisizione stabile del controllo societario, costituisce anche, se osservato in chiave dinamica, una difesa contro il rischio di successive modificazioni degli assetti di controllo. E quindi finisce per rendere stabile un controllo che, in assenza del tetto, sarebbe invece contendibile. Impedendo a ciascuno di andare oltre una certa soglia di possesso azionario si ostacola l’acquisizione non consensuale del controllo e, contestualmente, si rafforza la posizione di controllo attualmente esistente”. V., in senso contrario, M.S. Spolidoro e V. Cariello, *Commento all’art. 2351*, in *Parere dei componenti del Collegio dei docenti del Dottorato di ricerca in Diritto commerciale interno ed internazionale, Università cattolica di Milano*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 1453 ss., a p. 1470, i quali ritengono “evidentemente inopportuno” il divieto per le società aperte di avvalersi di limiti al diritto di voto per il venir meno di uno strumento di tutela del modello *public company*.

²⁵² In Germania, nel corso del procedimento di privatizzazione della Volkswagen nel 1960 e della VEBA nel 1965, vennero inserite rigide limitazioni al diritto di voto con le quali si voleva impedire l’acquisizione del controllo delle società da parte di soggetti privati. Le clausole, tuttavia, non poterono evitare che il controllo su queste società fosse esercitato dalla banche, grazie alle deleghe ad esse rilasciate dai piccoli azionisti. Accadde pertanto che l’azionista pubblico, anziché essere tutelato da queste clausole, ne divenne la prima vittima. Anche per questa ragione, la disciplina della Volkswagen venne rivista con la legge 31-VII-1970 (H. Meilicke, *Eigentumschutz für Stimmrechtsbeschränkungen*, in *DB*, 1971, p. 1145).

Come è facile constatare, la questione dell'opportunità di consentire alle società aperte di avvalersi di limiti massimi al diritto di voto (o ai possessi azionari) è destinata a rimanere aperta e di attualità per il semplice motivo che una chiave di lettura univoca non esiste. Tale questione appartiene alla politica del diritto e alle opzioni di regolamentazione delle società e dei mercati finanziari cosicché ogni soluzione adottata dai legislatori nazionali, sia essa di un segno o dell'altro, può essere valutata, sotto il profilo strettamente giuridico, soltanto alla luce della sua coerenza sistematica con altre opzioni normative aventi analoghe finalità.

Ciò premesso, ad avviso di chi scrive, le argomentazioni a sostegno della utilità dei limiti statutari al diritto di voto (e al possesso azionario) nelle società quotate non sono convincenti per i seguenti motivi.

4.1. *Segue: critica della tesi che fa perno sulla contrarietà all'interesse sociale dei takeover governati dalla normativa italiana.*

Il timore nei confronti delle scalate ostili è sostanzialmente infondato, in quanto non tiene in adeguata considerazione che gli azionisti, destinatari dell'offerta, sono pienamente liberi di accettarla, se la reputano conveniente, o di respingerla, qualora valutino preferibile rimanere soci della società o ritengano insufficiente il corrispettivo offerto. Una scalata non è mai ostile nei confronti degli azionisti in quanto tali, che rimangono sempre liberi di decidere nel loro migliore interesse. Può essere semmai ostile nei confronti degli amministratori e del management, se l'obiettivo dell'offerente è sostituire il gruppo manageriale con uno di propria fiducia o giudicato più efficiente. Quindi se, per interesse sociale, si intende l'interesse comune dei soci, una offerta pubblica d'acquisto sulle azioni di una società non è mai contraria all'interesse dei soci, perlomeno dei soci destinatari dell'offerta (che saranno quelli titolari di azioni con diritto di voto per la nomina delle cariche sociali)²⁵³.

²⁵³ Quanto detto rimane vero anche se non ci si nasconde il noto dilemma del prigioniero in cui il socio si imbatte al cospetto di un'offerta pubblica d'acquisto. Trovandosi di fronte ad un'offerta che non reputa conveniente e ad un offerente non ritenuto in grado di valorizzare in futuro il suo investimento azionario, egli può essere comunque indotto a prestare adesione temendo che gli altri azionisti, aderendo, contribuiscano al trasferimento del controllo nelle mani dell'offerente non gradito. Questa eventualità è tanto più ricorrente quanto più è deficitaria la capacità di coordinamento degli azionisti. A questo deficit organizzativo supplisce solo in parte il comunicato che sono obbligati ad emettere gli amministratori della società bersaglio, in quanto non si può escludere che le valutazioni degli amministratori siano influenzate dall'interesse personale alla conservazione della carica. Il difetto di coordinamento, come ogni altro problema di scelta collettiva e apatia razionale, perde invece rilevanza laddove gli azionisti di minoranza siano soprattutto investitori istituzionali, autonomamente in grado di valutare la bontà delle offerte e dell'eventuale futuro management e meno suscettibili di essere condizionati dal comportamento degli altri azionisti.

Nella dottrina e giurisprudenza americana, tuttavia, si è avuta occasione di esaminare fattispecie di offerte pubbliche d'acquisto che, per determinate caratteristiche strutturali, sarebbero apparse lesive dell'interesse della società e degli azionisti destinatari dell'offerta²⁵⁴. Ci si riferisce, precisamente, a quel tipo di offerta che è identificato sotto il nome di "two-tier, front-loaded tender offer". Tale operazione si compone, di regola, di un'offerta che ha ad oggetto una percentuale di azioni sufficiente ad assicurare l'acquisizione del controllo della società da parte dell'offerente e che prevede come corrispettivo un prezzo che non rispecchia il reale valore della società. Una volta ottenuto il controllo della società, l'intenzione più o meno apertamente dichiarata è quella di procedere ad una fusione tra la società controllante e la società controllata con corresponsione agli azionisti residuali della società incorporata di *securities* di valore inferiore al prezzo proposto nella prima offerta o ad elevato rischio finanziario ("back-end offer")²⁵⁵. Il carattere coercitivo dell'offerta e quindi la sua capacità di precludere agli azionisti la facoltà di ponderare liberamente e serenamente la convenienza economica della proposta deriverebbe dalla circostanza che ciascun azionista, non avendo modo di prevedere l'atteggiamento degli altri azionisti di fronte all'offerta e temendo pertanto in caso di sua mancata adesione (e di successo dell'offerta) di dover poi essere costretto a ricevere in cambio delle proprie azioni strumenti finanziari di valore ancora inferiore al prezzo originariamente offerto (o ad elevato rischio finanziario) a seguito della successiva fusione, sarebbe indotto ad accettare le condizioni dell'offerta iniziale nonostante essa gli appaia inadeguata.

Con l'obiettivo di impedire il successo di tale genere di opa, gli amministratori delle società target si prodigano nell'adottare misure difensive di varia natura, l'adozione delle quali viene sovente sottoposta al vaglio di legittimità delle corti su iniziativa del soggetto offerente. In proposito, nell'ambito della giurisprudenza americana, si è formato un orientamento incline a valutare non illegittime le misure difensive predisposte dagli amministratori, purché esse siano adottate in buona fede nell'interesse della società e dei suoi azionisti e siano ragionevoli in relazione alla minaccia che intendono fronteggiare²⁵⁶.

²⁵⁴ Per un'illustrazione del significato di opa coercitiva e delle motivazioni che possono spingere gli azionisti ad accettare offerte d'acquisto non convenienti, cfr. L. Enriques, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2002, p. 15 ss., ove a p. 15, nota 10, ampi riferimenti alla dottrina americana che si è occupata della questione.

²⁵⁵ La rischiosità può ad esempio dipendere dalla circostanza che gli strumenti finanziari attribuiti agli azionisti minoritari della società incorporata consistano in *preferred stock* o *bonds* ad elevato grado di subordinazione rispetto alla soddisfazione di preesistenti debiti della società emittente.

²⁵⁶ Si riconosce, infatti, che gli amministratori della società target soffrono inevitabilmente di un intrinseco conflitto di interessi ("the omnipresent specter that a board of directors may be acting primarily in its own interests, rather than those of the corporation and its shareholders", secondo *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, Supreme Court of Delaware, 493 A.2d 946 (1985), a p. 954) in quanto il loro comportamento difensivo potrebbe essere motivato non dalla

Sulla questione dell'adozione di misure difensive atte a bloccare offerte pubbliche d'acquisto da parte di amministratori dichiaratamente mossi dall'intento di proteggere l'interesse dei soci, la giurisprudenza americana ha avuto modo di pronunciarsi più volte, stabilendo alcuni criteri guida al fine di valutare la legittimità del comportamento degli amministratori.

Soltanto nell'ipotesi in cui l'interesse sociale venga concepito secondo connotazioni istituzionalistiche o, estensivamente, secondo un'accezione tale da comprendere l'interesse non solo dei soci ma anche degli *stakeholders*, può immaginarsi un'offerta pubblica d'acquisto potenzialmente lesiva dell'interesse sociale²⁵⁷. Tuttavia, una concezione allargata dell'interesse sociale solleva più problemi di quanti non ne risolva²⁵⁸.

ricerca della massimizzazione della ricchezza dei propri azionisti quanto dal desiderio di perpetuare le loro cariche o di ottenere dall'offerente benefici personali di varia natura. Gli amministratori, pertanto, pur avendo in linea di principio il potere di proteggere la società da operazioni pregiudizievoli, devono dimostrare in maniera convincente di ritenere in buona fede lesivo della "corporate policy" e della sua "effectiveness" l'eventuale successo dell'offerta (*Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, cit. in questa nota, a p. 955). Se la misura difensiva si palesa ragionevole in relazione ad una minaccia che il consiglio di amministrazione ha razionalmente e ragionevolmente ritenuto posta a danno degli azionisti da una offerta coercitiva strutturata in due fasi e salvo che non siano provati l'intento degli amministratori di perpetuare il loro ufficio, o la violazione del loro dovere fiduciario per frode, atteggiamento ingannevole o comportamento esorbitante dalle proprie funzioni, mancanza di buona fede (che viceversa si presume qualora l'adozione delle misure difensive sia stata approvata da una maggioranza degli amministratori indipendenti) o disinformazione, il consiglio di amministrazione è protetto dalla *business judgment rule* (*Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, cit. in questa nota, *passim*). Per un'analisi della disciplina delle misure difensive negli USA, v. ora M. Ventoruzzo, *La disciplina delle misure difensive negli Stati Uniti d'America: spunti di riflessione per la situazione europea*, in AA.VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, cit. *supra* alla nota 84, p. 495 ss.

²⁵⁷ V. P.G. Jaeger, *L'interesse sociale*, Milano, 1964, per la tesi dell'irrelevanza di interessi di soggetti diversi dai soci nella definizione dell'interesse sociale (p. 179) e dell'esistenza non di un unico interesse sociale bensì di una pluralità di interessi sociali (p. 201 ss.); cfr., del medesimo Autore, tornato sull'argomento, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 175 ss.; cfr. anche D. Preite, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 3**, Torino, 1993, p. 1 ss., che identifica in particolare, fra i plurimi interessi sociali, quello "alla massimizzazione del profitto sociale, [...] inteso come massimizzazione del valore aggregato delle azioni" (p. 24 s.) ed esclude, per converso, che la nozione di interesse sociale possa comunque comprendere l'interesse dei dipendenti, dei risparmiatori, dei soci futuri e dei creditori (secondo teorie che l'Autore annovera fra quelle istituzionaliste) (p. 9 ss.); v. L. Enriques, *Il conflitto d'interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2000, per l'esclusione dell'interesse dei creditori in senso lato dal concetto di interesse sociale assunto nell'art. 2391 c.c. (p. 163 ss.) e per la definizione dell'interesse sociale come interesse "alla massimizzazione del rendimento dell'investimento nella società di ciascuno dei soci" (p. 176). All'opposto, per recenti prese di posizione a favore di una nozione dell'interesse sociale comprensiva degli interessi di tutti coloro che hanno qualcosa di investito o esposto a rischio nell'impresa, ivi compresi dipendenti e creditori, e consistente nella creazione di valore per la società nel suo complesso, v. M. Blair, *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century*, Washington, 1995, p. 230 ss., il cui pensiero è condiviso, in Italia, da M. Lamandini, cit. *supra* alla nota 69, p. 120 s. Sulla nozione di interesse sociale alla luce della riforma del diritto societario, cfr. le riflessioni di F. d'Alessandro, cit. *supra* alla nota 217, a p. 41 ss., secondo cui, essendo la società diventata "il regno dell'autonomia privata", "non vi dovrebbero essere più dubbi circa la concezione contrattualistica della società stessa e dell'interesse sociale" e sul fatto che "l'equazione tra interesse della società ed interesse dei soci sia dichiarata e salda", salvo poi constatare che la proliferazione di categorie di azioni può portare alla difficile individuazione di un unico interesse comune a tutti i soci. Sottolinea, a questo proposito, che per interesse sociale dovrà tenersi in considerazione l'interesse dei soci titolari del potere di voto per la nomina delle cariche sociali, pur nella necessità di tentare una composizione dei conflitti che potrebbero sorgere tra i portatori delle diverse categorie di azioni e di strumenti finanziari, A. Gambino, cit. *supra* alla nota 73, a p. 646.

²⁵⁸ Nel caso *Unocal* (cit. *supra* alla nota 256, p. 955), la Corte Suprema del Delaware aveva affermato che gli amministratori, nel valutare l'opportunità dell'adozione di misure volte a contrastare gli obiettivi di un'offerta pubblica d'acquisto non concordata da parte di terzi, avrebbero dovuto tenere conto della natura dell'offerta e dei suoi effetti

A prescindere dalla difficoltà di definire concretamente un interesse sociale che sia un coacervo di interessi sovente configgenti fra loro²⁵⁹, finirebbe per essere opinabile anche qualunque meccanismo di selezione preventiva delle categorie i cui interessi siano meritevoli di comporre l'interesse sociale in questa dimensione allargata. Non sarebbe agevole accordarsi, infatti, sul se si debbano tenere in considerazione gli interessi dei soli lavoratori o anche dei creditori, e poi gli interessi dei consumatori, dei fornitori e della comunità nel cui ambito la società ha sede o svolge la sua attività²⁶⁰.

sull'impresa sociale, rientrando in questa analisi oltre all'adeguatezza del prezzo offerto, la tempistica dell'offerta, la sua rispondenza alle norme di legge, il rischio di non adempimento delle condizioni proposte, la qualità degli strumenti finanziari offerti in corrispettivo, anche l'impatto su "constituencies" diverse dagli azionisti, fra cui menzionati erano i creditori, i consumatori, lavoratori nonché la comunità in generale. Poco tempo dopo, tuttavia, la medesima Corte fu costretta a precisare il significato delle sue affermazioni nell'ambito di un giudizio sull'operato di amministratori di una società soggetta ad una opa che, allo scopo di tutelare primariamente gli interessi di portatori di titoli di debito, avevano preso decisioni lesive dell'interesse degli azionisti a conseguire il più alto prezzo possibile come corrispettivo delle proprie azioni. La Corte ha specificato che un consiglio di amministrazione nell'adempimento dei propri doveri può (quindi, si noti, non necessariamente deve) tenere in adeguata considerazione gli interessi di varie "constituencies" ma purché tale considerazione sia razionalmente correlata a benefici che si riverberino sugli azionisti. Nel caso di specie, venne considerata inappropriata la considerazione degli interessi dei creditori, già peraltro protetti da apposite condizioni contrattuali predisposte nei *covenants* sottostanti all'emissione dei titoli, al fine di bloccare un'asta fra concorrenti offerenti sulle azioni della società oramai dichiaratamente in vendita (*Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, Supreme Court of Delaware, 506 A.2d 173 (1985), a p. 176). Nelle successive pronunce, la Corte Suprema del Delaware ha ribadito quanto sostenuto in *Unocal*, talvolta richiamando la precisazione contenuta in *Revlon (v. Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.)*, Supreme Court of Delaware, 559 A.2d 1261 (1989), a p. 1282, n. 29), talvolta, invece, omettendola (*v. Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, Supreme Court of Delaware, 535 A.2d 1334 (1987), a p. 1341 s.). La giurisprudenza del Delaware paventa altresì la possibilità che il *board* possa agire anche contro minacce poste alla "corporate policy" o alla "corporate policy and effectiveness" (*v. Unocal*, citata *supra* alla nota 256, p. 955 e *Ivanhoe*, cit. in questa nota, p. 1341 s.). In proposito, non è chiaro però se la tutela della "corporate policy" possa essere un obiettivo autonomo, che gli amministratori possano cioè perseguire indipendentemente dalla massimizzazione della ricchezza per gli azionisti. Come evidenzia M.A. Eisenberg, *Corporations and Other Business Organizations*, 8th ed., New York, 2000, a p. 149, questa possibilità pare adombrata in alcuni passaggi di una ulteriore pronuncia (*Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, Supreme Court of Delaware, 571 A.2d 1140 (1989)) ove apparentemente si approva il comportamento degli amministratori motivato dal desiderio di preservare la cultura della rivista *Time* e la percezione della sua integrità editoriale nello svolgimento dell'attività giornalistica, nonostante in altri passaggi il criterio guida richiamato sia quello della salvaguardia degli interessi degli azionisti.

²⁵⁹ Quando l'offerente si ripropone, ad esempio, di ristrutturare la società dopo l'acquisizione del controllo, misure di riduzione e contenimento dei costi possono essere considerate positivamente dai soci rimasti ma dannose dai lavoratori, se ad esempio consistono in una riduzione dei posti di lavoro. Quando l'offerente, invece, si ripropone di fondere il veicolo societario utilizzato per l'acquisizione della società target e pertanto altamente indebitato con la società acquisita, gli azionisti possono considerare l'operazione vantaggiosa, se valutano positivamente il nuovo management entrante, laddove i creditori pregressi, pur non ricorrendo agli estremi per un'opposizione alla fusione, possono avere comunque da temere da una crescita dell'esposizione debitoria della società risultante dalla fusione.

²⁶⁰ Alla luce di questa consapevolezza, il CLR inglese ha proposto una definizione di interesse sociale basata sul concetto di "enlightened shareholder value" (*Modern Company Law for a Competitive Economy: Developing the Framework*, 2000, Chapter 2 e 3, par. 3.20 – 3.31). Il Governo britannico ha accolto questa raccomandazione nella definizione dei doveri degli amministratori che si rinviene in *Modernising Company Law*, Cm 5553, del 2002, Schedule 2, par. 2: "A director must in any given case (a) act in the way he decides, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole; and (b) in deciding what would be most likely to promote that success, take account in good faith of all the material factors that it is practicable in the circumstances for him to identify". Alla nota 1, si precisa che per "material factors" devono intendersi: "(a) the likely consequences (short and long term) of the actions open to the director, so far as a person of care and skill would consider them relevant; and (b) all such other factors as a person of care and skill would consider relevant". Fra questi ultimi rientrano le materie elencate nella nota 2, vale a dire: "(a) the company's need to foster its business relationships, including those with its employees and suppliers and its customers for its products or services; (b) its need to have regard to the impact of its operations on the communities affected and on the environment; (c) its need to maintain a reputation for high standards of business conduct; (d) its need to achieve outcomes that are fair as between its

Dal punto di vista degli azionisti, invece, un'offerta pubblica d'acquisto ostile, strutturata in modo tale da non presentare carattere coercitivo, non dovrebbe poter essere giudicata lesiva dei loro interessi²⁶¹. In primo luogo, è da notare che un'offerta

members". Come lucidamente si afferma in P.L. Davies, cit. *supra* alla nota 2, a p. 378, "What the CLR adds to the common law is a duty on the part of the directors to take account of stakeholder interests *when it is in the interests of the members to do so*" (corsivo aggiunto).

²⁶¹ Questa è la posizione espressa in alcune pronunce della seconda metà degli anni '80 emesse dalla Court of Chancery del Delaware e richiamate in *Paramount*, cit. *supra* alla nota 258. La Suprema Corte, tuttavia, nel medesimo provvedimento prende le distanze da tale orientamento, ritenendo che un'offerta sulla totalità delle azioni della società target e con corrispettivo in denaro (e non avente perciò natura coercitiva) possa recare minacce agli interessi degli azionisti ulteriori rispetto a quella dell'inadeguatezza del prezzo offerto fra cui, in particolare, la capacità di indurre gli azionisti ad accettare l'offerta approfittando della disinformazione di questi in relazione a benefici maggiori che altre operazioni concorrenti potrebbero recare loro. Questa opinione è stata ripresa dalla Corte Suprema del Delaware nel caso *Unitrin*, ove ha riassunto le ipotesi in cui un'offerta ostile possa essere contraria agli interessi degli azionisti e pertanto giustificare, in linea di principio, l'adozione di misure difensive da parte degli amministratori della società target. Tali ipotesi consisterebbero (i) in una "opportunity loss", laddove un'offerta ostile privi gli azionisti dell'opportunità di selezionare un'alternativa superiore proposta dal management della società target o da un terzo offerente; (ii) in una "structural coercion", qualora l'offerta renda evidente il rischio di un successivo trattamento deteriore degli azionisti che non abbiano accettato l'offerta originaria, ad esempio attraverso la manifestazione dell'intenzione di procedere ad una fusione sulla base di un rapporto di cambio particolarmente svantaggioso.; (iii) in una "substantive coercion", laddove esista il rischio che gli azionisti accettino un'offerta errando nel non riporre fiducia nelle affermazioni del management sull'intrinseco valore della società (*Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, Supreme Court of Delaware, 651 A.2d 1361 (1995)). Ricorrendo queste circostanze, il management di una società che lo stesso non abbia posto in vendita, in quanto "defender of the metaphorical medieval corporate bastion and ... protector of the corporation's shareholders", ha il potere e dovere di adottare tutte le misure difensive che si rendano necessarie a contrastare la minaccia, purché si tratti di contromisure ragionevoli e di portata proporzionale all'entità della minaccia. Per definizione, non possono mai giudicarsi ragionevoli e proporzionali le contromisure "draconiane", cioè quelle coercitive, consistenti ad esempio nell'imporre senza via d'uscita agli azionisti un'alternativa sponsorizzata dal management, o preclusive, consistenti ad esempio nell'impedire a terzi di proporre offerte a condizioni più favorevoli per gli azionisti.

La Suprema Corte del Delaware sembra tuttavia contraddire la sua posizione sul carattere sostanzialmente coercitivo di offerte che possano indurre all'accettazione azionisti incapaci di percepire correttamente il valore della società e quindi delle loro azioni nel caso *Solomon*. In tale vicenda, infatti, la Suprema Corte ha sostenuto che, in presenza di offerte volontarie sulle azioni di una società da parte del suo azionista di controllo, che non abbiano carattere coercitivo o forniscono informazioni false o fuorvianti, i giudici non hanno alcun potere di determinare un prezzo particolare cui gli azionisti avrebbero diritto (*Solomon v. Pathe*, Supreme Court of Delaware, 672 A.2d 35 (1996)). In tale provvedimento, quindi, la Corte sembra ritenere che l'inadeguatezza del prezzo non sia fonte di per sé di coercizione o, detto altrimenti, la coercizione sostanziale non rilevi. Questa pronuncia ha dato nuovo vigore all'orientamento secondo cui soltanto la coercizione strutturale vada tenuta in considerazione.

In vicende in cui l'offerta pubblica d'acquisto è stata promossa dall'azionista di controllo, la Court of Chancery del Delaware ha sostenuto che un'offerta non può considerarsi coercitiva quando è soggetta all'approvazione della maggioranza degli azionisti di minoranza e quando contiene la promessa che la successiva fusione (nella forma del short-term merger, consentito quando la società controllante detiene più del novanta per cento delle azioni della controllata) avverrà alle medesime condizioni proposte nell'offerta iniziale. Al ricorrere di questi requisiti, l'offerta non potrebbe dirsi coercitiva e il prezzo offerto non sarebbe sindacabile nemmeno se inferiore a quello che risulterebbe dall'applicazione del "entire fairness standard" ("fair price") o a seguito di una "appraisal action" ("fair value") (v. *In re Pure Resources, Inc. Shareholders Litigation*, Court of Chancery of Delaware, 808 A.2d 421, (2002)). Il principio che sta alla base di questo orientamento è quello per cui va tutelato il diritto di comparatori e venditori di azioni di negoziare liberamente, nel presupposto che tale negoziazione avvenga in condizioni di trasparenza, completezza di informazioni e assenza di elementi strutturalmente coercitivi. In transazioni finalizzate all'assunzione di partecipazioni totalitarie, gli azionisti destinatari dell'offerta possono e debbono proteggersi da sé. Il costo di questo approccio risiederebbe nella eventualità che gli azionisti siano soggetti a forme di coercizione sostanziale e siano perciò lasciati indifesi di fronte ad offerte inique nel prezzo o nella tempistica. Invero, questo approccio non favorirebbe l'effettuazione di offerte al miglior prezzo per i destinatari, ma soltanto escluderebbe la possibilità di offerte strutturalmente coercitive che proponessero prezzi palesemente (e non semplicemente) inadeguati. Nella motivazione del caso *In re Pure Resources*, la Court of Chancery riconosce che l'orientamento assunto dal *case law* del Delaware in materia di offerte da parte dell'azionista di controllo stride con l'orientamento assai più severo per gli offerenti del *case law* in materia di offerte da parte di terzi. La Corte ritiene che l'orientamento che promana dal caso *Solomon*, più flessibile e meno vincolante

strutturalmente coercitiva secondo la concezione americana non sarebbe legittima in Italia, ove la disciplina dell'opa obbligatoria totalitaria (artt. 105 ss., t.u.f.) esenta l'offerente che acquista o intende acquisire più del trenta per cento delle azioni che attribuiscono il diritto alla nomina e revoca degli amministratori dal lanciare un'offerta sulla totalità di tali azioni soltanto in casi particolari²⁶². Se si escludono le fattispecie di esenzione dall'obbligo di offerta totalitaria indicate nel regolamento Consob 14 maggio 1999, n. 11971 e successive modificazioni, che riguardano in realtà vicende ove non si verifica un trasferimento del controllo in potenziale danno degli azionisti di minoranza, le uniche ipotesi che consentono l'esenzione sono quelle dell'offerta preventiva totalitaria (art. 106, quarto comma) e quella dell'offerta preventiva parziale su almeno il sessanta per cento delle azioni "di controllo" (art. 107). Quanto alla prima, la *pressure to tender* dei destinatari dell'offerta non si differenzia significativamente da quella subita dai destinatari di una qualunque offerta pubblica d'acquisto. Il timore di chi non aderisce di rimanere azionista di una società che sotto la direzione dell'offerente possa subire un decremento di valore è

dell'altro, meriti adesione per varie ragioni. Innanzitutto la base azionaria delle società quotate è sempre di più composta da attivi investitori istituzionali, che hanno la qualifica e competenza necessarie per discernere il giusto valore delle azioni in portafoglio e quindi l'adeguatezza economica di un'offerta. In secondo luogo, è andata aumentando la quantità di informazioni sul conto delle società che sono a disposizione degli azionisti. Alla luce di tali considerazioni, il rischio di minacce da parte del soggetto offerente che siano credibili ed efficaci nei confronti di tal genere di azionisti è, anche se non del tutto remoto, sempre più limitato. Come afferma la Corte, il diritto delle società non dovrebbe essere predisposto sull'assunto che azionisti diversificati siano per forza inetti ma sul principio che transazioni condotte volontariamente e sulla base delle necessarie informazioni vadano riconosciute efficaci. Suggestiva la Corte che vadano considerate non coercitive le offerte lanciate da un azionista di controllo quando: 1) siano soggette alla non rinunciabile condizione dell'approvazione dell'offerta da parte della maggioranza degli azionisti di minoranza; 2) l'azionista di controllo si impegni ad eseguire la fusione con la controllata al medesimo prezzo se ottiene più del novanta per cento delle azioni; 3) l'azionista di controllo non abbia formulato minacce di "rappresaglia" nei confronti di chi non aderisca all'offerta. Se l'offerta presenta queste caratteristiche, gli amministratori della società target non hanno il dovere di adottare misure difensive a tutela degli azionisti residuali. Anzi, adombra la Corte, se si parte dal principio che gli azionisti sono in grado di tutelarsi da sé di fronte ad offerte dell'azionista di controllo che abbiano le caratteristiche descritte, non si dovrebbe giungere a conclusione diversa allorché si discute di misure difensive adottate da amministratori di fronte ad offerte provenienti da terze parti. La Corte, pur riconoscendo che lo strumento delle *poison pills* è servito a bloccare offerte ad alto valore per gli azionisti, non compie però il passo successivo, né avrebbe potuto senza fuoriuscire dal thema decidendum, consistente nel negare il potere degli amministratori di adottare misure difensive di fronte ad offerte non coercitive ma pur sempre ostili.

Va peraltro precisato che è opinione dei giudici della Suprema Corte del Delaware che in linea di principio le *poison pills* sono valide in quanto inidonee ad ostacolare in ogni caso il successo di un'offerta pubblica d'acquisto ostile (v. *Moran v. Household International, Inc.*, Supreme Court of Delaware, 500 A.2d 1346 (1985), considerato il *seminal case* in materia di *poison pill*, la cui ideazione si fa risalire all'allora consulente legale della Household International, Mr. Lipton). Innanzi tutto, si fa notare, il board che abbia adottato un "shareholder rights plan" ha il dovere di riconsiderarlo ed eventualmente cancellarlo, in forza dei suoi doveri fiduciari, se ciò è nell'interesse degli azionisti. In secondo luogo, l'acquisizione del controllo potrebbe comunque avvenire attraverso l'acquisto di azioni sotto la soglia di applicazione della pillola seguito da una sollecitazione di deleghe per la rimozione del board e la cancellazione della pillola avvelenata. Infine, se l'offerta dovesse cadere, gli azionisti della società target potrebbero comunque dare loro stessi inizio ad una sollecitazione di deleghe per rimuovere il board e sopprimere la pillola avvelenata. Quando queste condizioni non sono rinvenibili, come nel caso della "dead hand poison pill", la cui rimozione può essere disposta soltanto dagli amministratori che l'hanno introdotta, anche questa diffusa misura difensiva viene giudicata invalida (*Carmody v. Toll Brothers, Inc.*, Court of Chancery of Delaware, 723 A.2d 1180 (1998)).

²⁶² Sull'utilità nello specifico contesto italiano dell'istituto dell'opa obbligatoria, v. L. Enriques, *Trasferimenti del controllo dissipativi e tutela delle minoranze: l'utilità dell'opa obbligatoria nel contesto italiano*, in AA.VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, cit. supra alla nota 84, p. 569 ss.

un timore che affligge chiunque debba decidere se aderire ad un'opa o meno. Né può realisticamente ritenersi che un'opa preventiva totalitaria possa coartare la volontà degli azionisti facendo temere loro un trasferimento del controllo (anche in mancanza di loro adesione) nonostante la corresponsione di un prezzo d'offerta inferiore a quello di mercato (per esso intendendosi il prezzo di mercato precedente a quello andato formandosi in prossimità del lancio dell'opa, sovente influenzato da "fuga di notizie" o dal semplice "fiuto" degli operatori di mercato)²⁶³. Quanto alla seconda, la soggezione della sua efficacia all'approvazione della maggioranza degli azionisti della società target nel cui ambito non si computano l'offerente, il socio di maggioranza relativa che detenga più del dieci per cento di queste azioni e i soggetti a loro legati da rapporti che fanno presumere azioni concertate ex art. 109, sterilizza potenziali effetti coercitivi²⁶⁴. Se, poi, in seguito ad un'offerta totalitaria, l'offerente venga a detenere più del novanta per cento delle azioni suddette, questi è tenuto a promuovere un'offerta sul residuo delle azioni in circolazione al prezzo fissato dalla Consob, salvo che decida di ripristinare un adeguato flottante. Infine, anche se l'offerta residuale non gli consentisse di ottenere una partecipazione totalitaria o comunque tale da esercitare il diritto di *squeeze-out* degli azionisti residuali (diritto di cui l'offerente può avvalersi al raggiungimento di una quota di azioni superiore al novantotto per cento e purché ne abbia fatto menzione nel documento d'offerta, come prevede l'art. 119) e l'offerente decidesse di diluire ulteriormente la partecipazione degli azionisti residuali mediante una fusione per incorporazione della società target, l'art. 2505-bis c.c. consente di derogare all'obbligo di mettere a disposizione dei soci una relazione sulla congruità del rapporto di cambio redatta da esperti nominati dal tribunale del luogo ove ha sede la società (che, nel caso, delle società quotate, sono da scegliersi fra le società di revisione iscritte nell'apposito albo), purché venga riconosciuto ai soci di minoranza della società incorporanda il diritto di cedere le loro azioni alla società incorporante per un corrispettivo determinato secondo i canoni di determinazione del valore delle azioni in

²⁶³ A sostegno della tesi che considera potenzialmente coercitiva anche un'opa preventiva totalitaria, v. le osservazioni di L. Enriques, cit. *supra* alla nota 262, p. 156 ss. Accogliendo la tesi secondo cui un'opa preventiva totalitaria possa finire per alterare la libertà di valutazione dei destinatari dell'offerta, l'esenzione dall'obbligo dell'opa totalitaria sarebbe in tale circostanza giustificabile alla luce del tentativo di non deprimere oltre misura il mercato dei trasferimenti del controllo efficienti (quelli cioè che mettono il nuovo soggetto di controllo nelle condizioni di incrementare il valore delle azioni della società acquisita a beneficio di tutti gli azionisti rimasti), che il sistema dell'opa obbligatoria, pur con i benefici che arreca agli azionisti di minoranza, rischia di osteggiare. La scelta sarebbe pertanto dettata dalla volontà di ricerca di un punto di equilibrio fra la tutela degli azionisti di minoranza (assicurata dall'opa obbligatoria) e la promozione dell'efficienza del mercato del controllo societario (ottenibile, fra l'altro, con esenzioni mirate dalla disciplina dell'opa obbligatoria): cfr. L. Enriques, *ivi*, p. 156 s. Anche accogliendo questo punto di vista, invero, non sembra possano rinvenirsi motivazioni di "sistema", di salvaguardia di interessi pubblici, che giustifichino l'erezione di barriere anti-opa.

²⁶⁴ V. L. Enriques, cit. *supra* alla nota 262, p. 168.

caso di recesso. Inoltre, se la fusione dovesse comportare l'assegnazione ai soci di minoranza della società incorporata di azioni non scambiate su mercati regolamentati, gli azionisti dissenzienti avrebbero il diritto di recedere ai sensi dell'art. 131, t.u.f..

Come si può constatare la normativa italiana preclude offerte strutturalmente coercitive, nel significato loro attribuito dalla giurisprudenza americana, la cui possibilità viceversa giustificerebbe l'adozione da parte degli amministratori della società target di misure difensive idonee a contrastare gli obiettivi dell'offerta particolarmente efficaci.

In relazione a quelle che sarebbero offerte sostanzialmente coercitive e basate in particolare sull'inadeguatezza del prezzo offerto, valgono le considerazioni di parte della giurisprudenza americana più recente. Gli azionisti possono e debbono difendersi da sé, purché agli stessi sia garantita trasparenza e correttezza dei comportamenti dei soggetti coinvolti e completezza dei documenti informativi. Anche in Italia, peraltro, la quota di azioni in mano ad investitori istituzionali e professionali va crescendo e pertanto la concezione secondo cui l'azionariato delle società quotate è composto di persone incapaci di valutare la convenienza di operazioni che riguardano azioni di società in portafoglio e di coordinarsi per contrastare offerte inadeguate merita probabilmente di essere rivista o, quanto meno, ridimensionata. Una volta che siano garantite l'osservanza delle norme di legge e regolamentari che disciplinano lo svolgimento delle opa e assicurano la completezza delle informazioni destinate al mercato, nessuno più dell'azionista stesso è miglior giudice e difensore dei propri interessi.

4.2. Segue: osservazioni a margine dell'orientamento favorevole alla previsione di limiti statuari al diritto di voto soggetti alla break-through rule.

Il legislatore italiano aveva già preso atto dell'opportunità di non sottrarre del tutto le società privatizzate al mercato delle opa, quando, con l'art. 212, t.u.f., che ha sostituito l'art. 3, terzo comma, l. 474/1994, ha disposto che le clausole limitative dei possessi azionari perdono efficacia allorché il limite sia superato per effetto di un'o.p.a. totalitaria ex art. 106, t.u.f., o di un'o.p.a. parziale ex art. 107, t.u.f.²⁶⁵.

²⁶⁵ C. Rucellai, *Sindacato azionario e limite statutario di possesso azionario nelle società privatizzate*, in *Giur. comm.*, 1995, I, p. 901 ss., a p. 907 s., sottolinea come il legislatore, con la previsione della decadenza dei limiti statuari ai possessi azionari in caso di opa, abbia inteso non negare il carattere di *public company* delle società privatizzate bensì subordinare il trasferimento del controllo delle società privatizzate al lancio di un'opa e quindi al pagamento di un premio di maggioranza a favore di tutti gli azionisti. Per questa ragione, l'efficacia antisalata della clausole, criticata da G. Rossi in *Privatizzazioni e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 1994, p. 396 s., sarebbe dubbia. Anche R. Costi, *Privatizzazione e diritto delle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1995, I, p. 77 ss., p. 90 s., pur non esprimendosi sull'opportunità di inserire tetti ai possessi azionari nelle società privatizzate, segnala il carattere meramente

Anche il legislatore comunitario, con l'art. 11 della direttiva 2004/25/CE del 21 aprile 2004 in materia di offerte pubbliche d'acquisto, ha provveduto ad imporre tanto la sterilizzazione delle restrizioni al diritto di voto in sede di assemblea chiamata a deliberare sull'adozione di misure difensive quanto la sterilizzazione definitiva di ogni restrizione al diritto di voto allorché l'offerente, a seguito dell'offerta, venga a detenere almeno il settantacinque per cento del capitale. Come viene chiarito nel "diciannovesimo considerando" della direttiva, ad ogni offerente dovrebbe essere garantita la possibilità di acquisire una partecipazione di maggioranza in altre società e di esercitarvi il pieno controllo. Ciò significa che, a livello comunitario, è maturata la convinzione che la contendibilità delle società quotate sia un valore da salvaguardare nell'interesse dello sviluppo e della piena integrazione dei mercati mobiliari europei così come nell'interesse della migliore gestione delle società stesse. Non poteva pertanto essere accolta l'idea di consentire alle società di difendersi dalle scalate, nemmeno da quelle ostili, sottraendosi al mercato del controllo delle società mediante misure, formalmente decise nel rispetto dei comuni principi di governo societario, ma di fatto deputate alla salvaguardia ad oltranza del gruppo di controllo. E' stato giudicato opportuno, in definitiva, sottoporre alla rinnovata valutazione dei soci, il cui potere di voto viene inderogabilmente commisurato all'entità della partecipazione al capitale (mediante la perdita di efficacia di restrizioni al voto e del voto plurimo), l'opportunità di adottare misure che possano contrastare il successo dell'offerta (art. 11, terzo comma)²⁶⁶. E' stato giudicato parimenti doveroso

"congiunturale", provvisorio, della misura, essendo questa destinata a valere fintantoché non siano il mercato e i suoi attori, con il lancio di un'opa, a determinare stabilmente l'assetto proprietario futuro.

²⁶⁶ Trova anche in questa sede conferma il convincimento che, in linea di principio, non sono configurabili offerte pubbliche d'acquisto in sé e per sé contrarie all'interesse sociale, inteso come interesse dei possessori dei titoli. Peraltro una considerazione rilevante degli interessi dei lavoratori, unica altra categoria di *stakeholders* espressamente menzionata, non è estranea all'impianto della direttiva. In proposito la direttiva prevede che gli organi di amministrazione diano pronta informazione dell'offerta ai rappresentanti dei lavoratori o, in loro mancanza, ai lavoratori stessi, non appena essa sia resa pubblica e che il documento d'offerta, non appena reso pubblico, sia trasmesso ai rappresentanti dei lavoratori (art. 6, par. 1 e 2). Il documento d'offerta, in particolare, deve recare indicazione delle intenzioni dell'offerente in materia di personale della società emittente e riportare i piani strategici dell'offerente per la società offerente ed emittente nonché indicazioni delle ripercussioni probabili sull'occupazione e sui siti di lavoro (art. 6, par. 3, lett. i). L'organo di amministrazione della società emittente, nel documento contenente il suo parere motivato sull'offerta, deve esprimere la propria valutazione anche sugli effetti che l'eventuale successo dell'offerta abbia su "tutti gli interessi della società, compresa l'occupazione, e sui piani strategici dell'offerente per la società emittente e le loro ripercussioni probabili sull'occupazione ed i siti di lavoro indicati nel documento d'offerta". A tale documento, che deve essere trasmesso ai rappresentanti dei lavoratori, è allegato, se tempestivamente redatto, il parere distinto dei rappresentanti dei lavoratori sulle ripercussioni in materia di occupazione (art. 9, par. 5). Che la considerazione degli interessi dei lavoratori non assurga però a ragione giustificativa di tentativi di contrasto, da parte degli amministratori, del buon esito dell'opa emerge dall'art. 3, par. 1, lett. c), secondo cui l'organo amministrativo, da un lato, deve agire nell'interesse della società nel suo insieme (concetto di non facile interpretazione e che parrebbe rinviare alla considerazione di interessi ulteriori rispetto a quelli dei soci in senso stretto) ma, dall'altro, non può mai negare ai possessori dei titoli la decisione sul merito dell'offerta, che rimangono quindi arbitri del risultato finale in base al principio secondo cui nessuno meglio dei destinatari dell'offerta è miglior giudice dei loro interessi. Questo principio è in concreto tradotto nella *passivity rule*, secondo cui l'organo di amministrazione non può adottare nessuna misura

consentire al soggetto che, a seguito di un'offerta avente ad oggetto la totalità dei titoli aventi diritto di voto, venga a detenere una partecipazione al capitale particolarmente significativa (almeno il settantacinque per cento) di disporre di un potere di voto (e quindi del potere di controllo) proporzionale all'entità della partecipazione, senza timore di dover subire gli effetti di restrizioni al suo diritto di voto o di diritti di voto plurimo a disposizione degli *incumbents* (art. 11, quarto comma)²⁶⁷.

La direttiva europea appena emanata, unitamente alla disciplina delle condizioni di decadenza delle clausole limitative dei possessi azionari nelle società privatizzate, avvalorata le critiche che ha sollevato in dottrina la scelta del legislatore italiano di espungere *a priori* dall'ordinamento delle società quotate italiane le clausole limitative del diritto di voto. Secondo parte della dottrina, il legislatore avrebbe potuto conservare la possibilità di utilizzo di queste clausole (e quindi la produzione degli effetti positivi che deriverebbero dall'utilizzo di queste clausole anche nelle società quotate) sterilizzandone al contempo l'efficacia anti-scalata mediante la previsione di una *break-through rule*, già adottata per depotenziare altre misure idonee ad ostacolare il successo di un'opa, come l'acquisto di partecipazioni reciproche ovvero la stipulazione di patti parasociali di voto e

idonea a contrastare gli obiettivi dell'offerta (ad eccezione della ricerca di altre offerte), se non ottiene la preventiva autorizzazione dell'assemblea generale degli azionisti (art. 9, par. 2). Critica sull'"automatismo" della *break-through rule* è E. Desana, *Opere e tecniche di difesa*, Milano, 2003, p. 324 s., in ragione del fatto che l'istituto sarebbe poco rispettoso dell'autonomia privata e determinerebbe l'inefficacia delle clausole incidenti sul principio di proporzionalità dei diritti di voto rispetto alla misura della partecipazione azionaria anche di fronte a quelle che l'Autrice definisce "Opa cattive", finalizzate per esempio allo smembramento della società bersaglio, con quel che ne segue in termini di licenziamenti e di riflessi sull'economia nel suo complesso". Esula dalle finalità del presente lavoro ogni approfondimento sulla presunta "cattiveria" di certe offerte pubbliche d'acquisto ma qualche riflessione è dovuta. Non è credibile che un soggetto proceda ad un'acquisizione del controllo finalizzata allo smembramento in sé della società o alla riduzione della sua forza lavoro. Piuttosto l'obiettivo dell'offerente sarà quello di estrarre dalla società acquisita un valore maggiore di quello prodotto dal management precedente e riflesso nel prezzo di mercato delle azioni, eventualmente procedendo ad una ristrutturazione aziendale che preveda anche scissioni societarie, trasferimenti d'azienda e una riduzione del numero di dipendenti e collaboratori. Se dalla ristrutturazione ne derivasse un'impresa più efficiente, meglio organizzata, più produttiva e avviata ad un incremento di attività che richieda nuovi investimenti e l'impiego di nuove risorse umane, non si potrebbe parlare, a rigore, di un danno all'"economia nel suo complesso". Non sempre quindi un'opa, che pare a prima vista "cattiva", si rivela poi tale nei fatti. Il punto è, da una prospettiva più generale, che non si può proprio parlare di opa "buone" o "cattive" poiché non è dato sapere, prima dell'acquisizione del controllo da parte dell'offerente, quale sarà l'atteggiamento di questi verso la società target. Ciò che può rivelarsi buona o cattiva (ma meglio sarebbe discorrere in termini di maggiore o minore efficienza) è, tutt'al più, la politica di ristrutturazione o la politica industriale perseguita dal nuovo soggetto di controllo. Poiché un'offerta pubblica d'acquisto non può essere pertanto giudicata secondo questi criteri, non si può giustificare con i medesimi criteri l'opportunità che sia consentito o meno il mantenimento dell'efficacia delle clausole ostative al trasferimento del controllo. L'ordinamento delle società e dei mercati può solo limitarsi a privilegiare la contendibilità del controllo (a prescindere da chi sia di volta in volta l'offerente e da quali siano di volta in volta le sue intenzioni) ovvero le barriere al trasferimento del controllo che siano frutto dell'autonomia statutaria dei soci di controllo (a prescindere da chi sia di volta in volta l'offerente e da quali siano di volta in volta le sue intenzioni) o, ancora, cercare, come sembra aver tentato il t.u.f., un punto di equilibrio fra le due opposte esigenze.

²⁶⁷ Sulla disciplina comunitaria delle opa v. J.C. Coates IV, *Ownership, Takeovers and EU Law: How Contestable Should EU Corporations Be?*, Discussion Paper No. 450, 12/2003, consultabile sul sito internet http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/ e A. Ferrel, *Why Continental European Takeover Law Matters*, Discussion Paper No. 454, 12/2003, consultabile sul medesimo sito internet.

di blocco. Ai sensi dell'art. 121, quinto comma, i limiti all'acquisizione di partecipazioni da parte di una società in altra società che già possieda partecipazioni rilevanti nella prima non si applicano allorché essi siano superati a seguito di un'opa diretta a conseguire almeno il sessanta per cento delle azioni ordinarie della seconda. Analogamente, ai sensi dell'art. 123, terzo comma, gli azionisti che abbiano aderito ad un patto parasociale di voto o di blocco relativo ad una società quotata o alla sua controllante possono recedere senza preavviso al fine di aderire ad un'offerta totalitaria ex art. 106 o preventiva parziale ex art. 107²⁶⁸.

Indubbiamente, anche alla luce della regolamentazione europea di recente emanata, una soluzione favorevole alla validità delle clausole limitative del diritto di voto con il correttivo della *break-through rule* sarebbe stata più coerente, tanto con l'attuale assetto del t.u.f. quanto con l'orientamento comunitario, nelle sue linee tendenziali già noto alla comunità giuridica e quindi al legislatore della riforma prima della sua concretizzazione nella direttiva. L'incoerenza, tuttavia, è spiegabile con la circostanza che il legislatore italiano si è posto non nell'ottica di introdurre una disposizione di divieto riconducibile (anche) alla legislazione sul mercato mobiliare (a cui appartengono, in definitiva, gli artt. 121, quinto comma e 123, terzo comma, t.u.f.) ed allineata agli istituti e obiettivi di quella bensì nell'ottica, acriticamente mutuata dall'ordinamento tedesco, di introdurre una disposizione (esclusivamente) di diritto societario, inconsapevolmente autonoma, indipendente e, in definitiva, disallineata da ogni altra norma anche di mercato tesa a perseguire obiettivi analoghi.

Ciò premesso, tuttavia, partendo da un giudizio sostanzialmente negativo sull'utilità dei limiti al diritto di voto nelle società quotate, non è affatto detto che una valutazione di incoerenza sistematica debba tradursi per ciò solo in un giudizio parimenti critico sul merito dell'art. 2351, terzo comma, c.c.²⁶⁹. Non bisogna infatti dimenticare che la

²⁶⁸ M. Lamandini, cit. *supra* alla nota 74, p. 524 s., seguito sul punto da N. Abriani, cit. *supra* alla nota 74, p. 328 s. Un'alternativa alla *break-through rule* di fonte legislativa è l'imposizione, per via regolamentare o di *moral suasion* da parte delle autorità di vigilanza sui mercati mobiliari, alle società quotate di inserire negli statuti clausole di decadenza automatica dai limiti statutari al diritto di voto allorché un soggetto, in particolare a seguito di un'offerta pubblica d'acquisto, venga a detenere una aliquota maggioritaria particolarmente significativa di capitale sociale. In Francia, ad esempio, la COB, giudicando le *clauses de plafonnement* e le *clauses d'ajustement* (clausole che introducono limitazioni variabili al diritto di voto in funzione del tasso di astensione alle assemblee generali) contrarie allo spirito della legislazione francese in materia di mercati finanziari, perché di per sé idonee a compromettere il successo di qualunque offerta pubblica d'acquisto, raccomanda alle società quotate, nei cui statuti esse siano previste, l'inserimento anche di *clauses de caducité*, grazie alle quali la limitazione cessa di avere effetto se, a seguito di un'offerta pubblica d'acquisto, un azionista venga a detenere una determinata soglia di capitale sociale o di diritti di voto (cfr. A. Viandier, *OPA OPE et autres offres publiques*, Levallois, 2003, n° 490 ss.).

²⁶⁹ V. ad esempio il giudizio espresso da A. Toffoletto, *Patti parasociali e società quotate*, in AA. VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, cit. *supra* alla nota 84, p. 269 ss., a p. 294, testo e nota 33, sull'opportunità di "togliere di mezzo i patti di sindacato" relativi a società quotate anche in considerazione del

decadenza di patti sociali e parasociali attraverso offerte totalitarie o, alle condizioni previste dall'art. 107, parziali presuppone il compimento di un'operazione che, per i costi cui è esposto ogni potenziale offerente, potrebbe non vedere mai la luce. E' noto, infatti, che l'istituto dell'opa obbligatoria, dal quale l'offerente può esimersi soltanto alle condizioni previste dagli artt. 106 e 107, che prevedono appunto le fattispecie di opa dalle quali dipende l'applicazione della *break-through rule*, tutela gli azionisti di minoranza, ma parallelamente porta ad "ingessare" il mercato del controllo societario a causa dei maggiori costi che impone alle operazioni di trasferimento del controllo. Anche in presenza di una *break-through rule*, pertanto, un azionista minoritario di controllo di una società ad elevata capitalizzazione potrebbe sentirsi sufficientemente protetto da una clausola limitativa del diritto di voto, consapevole del fatto che l'esborso da mettere in conto per l'acquisizione della totalità delle azioni o la difficoltà di ottenere l'adesione della moltitudine di azionisti dispersi destinatari di un'opa parziale fungano di per sé da ostacolo al lancio di un'opa. Il divieto di limiti al voto, in circostanze del genere, può avere come salutare effetto, invece, quello di costringere l'azionista di controllo ad incrementare la sua partecipazione per dare maggiori garanzie alla sua posizione di preminenza e quindi può stimolare, da un lato, il raggiungimento di un più congruo rapporto di proporzionalità fra il potere che l'azionista minoritario esercita ed il rischio economico che corre e, dall'altro, può contribuire a rendere il mercato edotto, senza troppe incertezze, di chi sia il soggetto realmente intenzionato a conquistare ed esercitare il controllo sulla società. In mancanza dell'incremento richiesto da parte del primo azionista, l'acquisizione del controllo sarà a disposizione di chiunque altro abbia la volontà o possibilità di investire di più, ciò che non dà certamente garanzie di un trasferimento del controllo né efficiente (perché il nuovo controllante potrebbe estrarre benefici privati pecuniari in misura maggiore del precedente) né conveniente per la generalità degli azionisti (a cui non sarebbe data alcuna chance di uscita mediante adesione ad un'opa) ma che, se non altro, aumenta il livello di trasparenza delle posizioni di potere e il livello di *accountability* del soggetto di controllo nei confronti del mercato in generale.

Peraltro, anche battaglie per il controllo realizzate sul terreno degli acquisti di azioni sul mercato anziché su quello delle offerte pubbliche d'acquisto concorrenti possono determinare un rialzo significativo delle quotazioni per il maggior valore che acquisiscono i diritti di voto in mano agli azionisti esterni alla contesa. Si immagini, infatti, una società contesa fra due soggetti, nessuno dei quali ha la possibilità o intenzione di lanciare

fatto che l'art. 123, terzo comma, non sarebbe sufficiente a neutralizzare gli effetti di cristallizzazione degli assetti di potere prodotti dai sindacati di voto.

un'offerta totalitaria o parziale su almeno il sessanta per cento delle azioni. Se sussistesse un limite, supponiamo, del cinque per cento imposto al potere di voto degli azionisti, considerati sia singolarmente che come appartenenti ad un medesimo gruppo, gli azionisti concorrenti interessati al controllo si asterebbero verosimilmente dall'accrescere le loro partecipazioni oltre la soglia del cinque per cento e la contesa si svolgerebbe esclusivamente in assemblea, ove i contendenti cercherebbero di convincere gli altri azionisti a votare per le loro rispettive proposte e, in particolare, per i propri candidati alla carica di amministratore. In tale circostanza, la quota di diritti di voto operante come base per la determinazione del vincitore sarebbe pari al novanta per cento. Se, viceversa, non esistesse tale limite al potere di voto degli azionisti, la contesa si realizzerebbe sul mercato mediante acquisti di azioni sino al raggiungimento delle soglie del trenta per cento dei diritti di voto, oltre il quale scatterebbe l'obbligo di opa totalitaria. In tale circostanza, potenziale oggetto di acquisti sul mercato sarebbe una quota pari al sessanta per cento delle azioni con diritto di voto, anziché pari ad un solo dieci per cento. Sarebbe facilmente dimostrabile che durante il periodo di incremento delle quote degli azionisti concorrenti, i corsi delle azioni beneficerebbero di rialzi. Considerando invece la situazione di chi si fosse astenuto dal cedere la propria partecipazione, sarebbe constatabile che, stante il possesso di un trenta per cento di azioni ordinarie da parte di ciascuno dei contendenti, la riduzione del flottante e quindi dei diritti di voto a disposizione sul mercato per l'assicurazione finale del controllo determinerebbe una crescita del valore potenziale di ogni singolo diritto di voto, riverberantesi in una crescita, anche se non necessariamente duratura, del valore delle azioni. La riduzione dell'offerta sul mercato di azioni di controllo, infatti, garantirebbe ai possessori delle stesse maggior potere nei confronti dei contendenti. Anche partecipazioni di ammontare limitato, che probabilmente non darebbero alcuna certezza di incidere significativamente in una battaglia per il controllo di una società ad azionariato estremamente parcellizzato, in una società a proprietà concentrata nelle mani di due azionisti o gruppi di azionisti concorrenti, diverrebbero decisive per l'allocazione del controllo²⁷⁰.

²⁷⁰ Quanto appena affermato trova conferma nelle vicende che coinvolgono gli assetti di controllo della Banca nazionale del lavoro, quotata sul MTA di Borsa italiana s.p.a. Attualmente, stando a notizie di stampa, il management di BNL beneficia dell'appoggio degli azionisti BBVA, Generali Assicurazioni e Della Valle riuniti in un patto di sindacato, efficace dal 9 settembre 2004, che raggruppa il 28,397% delle azioni con diritto di voto. A fronte di questo patto, nè è stato stipulato un altro (la cui ultima versione è quella del 13 dicembre 2004), con obiettivi di *governance* dichiaratamente contrapposti, dagli azionisti Caltagirone, Statuto, Coppola, Ricucci, Bonsignore, Lonati e Grazioli, che complessivamente raccoglie il 24,2% del capitale ordinario. Dalle rilevazioni consultate sul sito di Borsa italiana in data 20 dicembre 2004, successivamente alla chiusura delle negoziazioni, emerge che dal 21 giugno 2004 al 20 dicembre 2004 il valore di mercato dell'azione ordinaria BNL è cresciuto del 36,37% e dal 21 novembre, data intorno alla quale si è consolidata l'aspettativa della contrapposizione di due patti di sindacato di pari forza, al 20 dicembre, la crescita è

4.3. Segue: *le perplessità sulla motivazione della democratizzazione del governo societario.*

Come è stato sopra segnalato, ai limiti statutari al diritto di voto, così come ai limiti statutari ai possessi azionari, si assegna anche una auspicabile funzione di democratizzazione del governo della società quotata²⁷¹. Tuttavia, gli effetti di tali clausole nelle società quotate potrebbero essere anche di carattere opposto e quindi assai poco desiderabili²⁷².

L'analisi degli effetti dell'inserimento di queste clausole non può prescindere dalla considerazione della composizione dell'azionariato. Se, infatti, l'azionariato è diffuso al

stata del 22,44%, superando considerevolmente la crescita di valore di qualunque altra azione di società bancaria. Questi dati attestano i riflessi positivi sui corsi delle azioni di società contese fra diversi gruppi di azionisti, quando ciascuno di questi è in grado di acquisire azioni sul mercato sino al raggiungimento di elevate quote di capitale (il che non sarebbe possibile in presenza di limiti ai possessi azionari o inutile in presenza di limiti ai diritti di voto), che non assicurino, tuttavia, il controllo di diritto della società.

Se non esistesse una disciplina che imponesse l'opa obbligatoria sulla totalità o, a certe condizioni, su almeno il sessanta per cento delle azioni con diritto di voto per l'acquisizione del controllo del diritto, potrebbero avere fondamento le argomentazioni segnalate da H. Otto, *Die Verteilung der Kontrollprämie bei Übernahme von Aktiengesellschaften und die funktion des Höchststimmrechte*, in *AG*, 1994, p. 167 ss., secondo cui i limiti al diritto di voto possono servire agli azionisti per partecipare alla ripartizione del premio che l'acquirente di una partecipazione maggioritaria dovrebbe pagare per il conseguimento del controllo. Sostiene l'Autore che l'istituto del *Höchststimmrechte*, in effetti, è di per sé contrario al funzionamento di un libero mercato dei capitali. Tuttavia può sortire effetti positivi se gli azionisti vengono messi in condizione di decidere sulla permanenza di una clausola che limiti il diritto di voto in occasione di operazioni sugli assetti proprietari. In assenza di limiti al voto, infatti, colui che fosse interessato al controllo potrebbe acquisirlo mediante operazioni sul mercato che non compensino gli azionisti con alcun premio di maggioranza. Con i limiti al voto, invece, si costringerebbe l'acquirente a venire allo scoperto, necessitando egli del consenso degli altri azionisti per l'eliminazione della clausola statutaria. In tal caso, quindi, l'acquirente sarebbe costretto o a farne domanda in un'assemblea appositamente convocata su sua richiesta, rendendo quindi trasparente la sua volontà di acquisire il controllo della società, o a lanciare sin da subito un'offerta pubblica d'acquisto condizionata alla rimozione del vincolo, consentendo quindi agli azionisti esterni di beneficiare del premio del controllo.

²⁷¹ Secondo R. Weigmann, *Le offerte pubbliche d'acquisto*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 10**, Torino, 1993, p. 317 ss., a p. 606 s., le clausole limitative dei possessi azionari potrebbero essere preordinate al meritevole fine di assicurare alla società "un governo collettivo, pur senza disperdere troppo il capitale". Ne potrebbe conseguire, in tal modo, "un miglior equilibrio, soprattutto per la gestione democratica delle società editoriali, televisive, sportive, affinché gli strumenti a disposizione non siano piegati all'interesse di una sola parte".

²⁷² V. la ferma e condivisibile critica mossa da B. Visentini, *Ancora sui limiti della disciplina privatistica delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1994, p. 729 ss., a p. 729 s., contro l'introduzione di limiti tanto legali quanto statutari ai possessi azionari, in particolare nelle società quotate, per contrarietà "al principio fondamentale - non scritto nella legge ma essenziale nel sistema, e accolto come implicito anche nella disciplina delle offerte pubbliche di acquisto - che ad una maggioranza possa in ogni momento sostituirsi altra maggioranza, escludendo qualsiasi irrigidimento delle maggioranze esistenti", che comporti "situazioni di privilegio e di inamovibilità a favore dei consigli di amministrazione, delle dirigenze aziendali e degli azionisti minoritari che si sono collocati in posizione di controllo". Cfr. anche, Id. *Privatizzazioni, banche e «public company»*, ivi, p. 1042 ss, a p. 1043, per il rilievo che i limiti ai possessi azionari sarebbero contrari agli interessi dello stesso "azionariato risparmiatore diffuso" perchè frenerebbero il rialzo delle quotazioni determinato dalla possibilità di scalate. Per l'opportunità che le società privatizzate non siano sottratte al fenomeno delle scalate si esprime anche G. Minervini, *Contro il diritto speciale delle imprese pubbliche «privatizzate»*, ivi, p. 740 ss., a p. 746, in quanto esse sarebbero "l'unica difesa [...] per gli azionisti nei confronti della discrezionalità degli amministratori". L'Autore peraltro, domandandosi la ragione per cui il legislatore, se convinto dell'opportunità di inserire limiti al possesso azionario nelle società privatizzate, non ne abbia generalizzato la possibilità di adozione a tutte le società quotate, sembra propendere per la non legittimità degli stessi in mancanza di una norma di autorizzazione.

punto tale da far scendere la soglia percentuale sufficiente al conseguimento del controllo della società ad una misura pari a quella considerata come limite al potere di voto o al possesso azionario, l'inserimento di queste clausole non sortisce che l'effetto di assicurare stabilmente il controllo della società nelle mani di chi lo detiene, nel presupposto che tutti gli altri azionisti, a causa delle loro ancor più ridotte partecipazioni e della loro incapacità o non volontà di coordinarsi, consapevoli dell'impossibilità di essere determinanti nell'assunzione delle decisioni di governo, si astengano da qualunque tentativo di appropriarsi del controllo della società o di condizionarne efficacemente l'esercizio²⁷³. Una tale situazione porta quindi i limiti al voto a rivelarsi come misura pregiudizievole degli interessi di quegli azionisti che, pur detenendo quote infinitesimali, tuttavia, complessivamente considerati, rappresentano la maggioranza assoluta del capitale della società. Questa circostanza è tenuta presente nelle regole di quotazione del mercato azionario più grande e liquido del mondo, il Nyse, le quali, proprio al fine di tutelare gli azionisti esterni al gruppo di controllo, vietano l'introduzione di limiti al diritto di voto.

Alle osservazioni precedentemente formulate in risposta alla tesi dell'inopportunità di consentire la presenza di limiti al voto nelle società aperte si potrebbe replicare che l'inserimento in statuto di clausole del genere costituirebbe esercizio dell'autonomia statutaria dei soci e non un atto di gestione degli amministratori. A parte la considerazione che, se non vi è una vera e propria identità di persone fra soci in grado di imporre la propria volontà nelle assemblee straordinarie ed amministratori, vi è comunque un innegabile allineamento dei rispettivi interessi, e quindi una replica siffatta sarebbe corretta sul piano formale ma opinabile sul piano sostanziale, il punto che merita attenta riflessione è proprio su quale grado di autonomia statutaria debba essere riconosciuta ai soci di società quotate²⁷⁴. L'autonomia statutaria, infatti, è sì un valore ma pur sempre un

²⁷³ Riferendosi alla via italiana per la creazione di *public companies*, caratterizzata dall'imposizione artificiosa di un azionariato diffuso attraverso limiti ai possessi azionari e ispirata pertanto da "demagogia anticapitalistica", B. Visentini, *Privatizzazioni, banche e «public company»*, cit. *supra* alla nota 272, a p. 1043 constatava che le ultime assemblee del tempo tenute dal Credito Italiano e dalla Banca Commerciale Italiana erano stati dominate, a seguito dell'assenteismo dell'azionariato diffuso, da gruppi fortemente minoritari (detentori, rispettivamente, del sedici e venti per cento del capitale). Cfr., sulla stessa linea di pensiero, R. Perna, cit. *supra* alla nota 247, p. 24 s., che in relazione alle misure previste dalla legge sulle privatizzazioni per favorire la nascita di *public companies* incisivamente commenta: "La disciplina relativa alla formazione della *public company* e, soprattutto, l'introduzione dei tetti di possesso azionario scontano un'idea «ingenua» della *public company*: una sorta di entità «angelica», dove il potere è disperso ed inafferrabile. Fissando un limite alla partecipazione di ciascun azionista, si impedisce un'acquisizione stabile del controllo e si riduce quindi il suo potere. Una visione alla quale non sono certo estranei il complesso del tiranno e la sindrome del complotto, ben radicati nella nostra cultura politica" (omesse le note).

²⁷⁴ B. Gomard, *Denmark*, in *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, cit. *supra* alla nota 147, p. 57 ss., a p. 69 s., dopo aver ricordato che la legge azionaria danese (*Lov om aktieselskaber*) del 1973 consente l'emissione di azioni che attribuiscono diritti di voto in misura sino a dieci a volte superiore a quella della classe di azioni a voto inferiore (§ 67) e che sono ammessi tanto limiti al possesso azionario quanto limiti al diritto di voto in relazione alla partecipazione complessiva del singolo azionista, sottolinea che l'affermazione del principio

valore che deve confrontarsi con la necessità di tutela di altri ed ugualmente significativi valori che interessano la realtà delle società quotate, quale appunto l'assicurazione di un sufficiente grado di contendibilità delle società che funga da propulsore di efficienza manageriale delle società stesse²⁷⁵.

In termini di *policy*, quindi, la scelta del legislatore di vietare l'introduzione di limiti al diritto di voto può essere giudicata favorevolmente, pur nella consapevolezza dell'incoerenza che il sistema normativo delle misure difensive di contrasto ad offerte pubbliche d'acquisto è venuto ad assumere. La scelta di *policy* non è sufficientemente netta e pertanto solleva interrogativi sulla perdurante legittimità di barriere preclusive non espressamente vietate dal legislatore.

5. Osservazioni (ulteriori) sul concetto di democrazia azionaria.

La possibilità di inserire negli statuti di società per azioni limiti al potere di voto degli azionisti viene considerata dalla dottrina che si è occupata specificamente del tema quale opportunità di improntare il funzionamento delle società, anche quotate, a principi di democrazia azionaria²⁷⁶.

un'azione, un voto, contrariamente a quanto avvenuto in Germania con la riforma del 1998, non dovrebbe essere il prodotto di un intervento legislativo ma semmai il risultato di uno spontaneo allineamento alle richieste del mercato. L'autonomia statutaria, ritiene l'Autore, non dovrebbe pertanto subire alcuna restrizione. Deve tuttavia farsi notare che "non sempre l'esercizio dell'autonomia privata – in altri termini: il naturale funzionamento del mercato – è in grado di assicurare l'adozione, società per società, delle regole ottimali dal punto di vista degli azionisti in quanto tali", soprattutto quando si tratti di "società [...] controllate in modo stabile da singoli azionisti o coalizioni di azionisti", in grado di imporre, come avviene in Italia, la loro volontà nelle assemblee sociali, anche straordinarie: così L. Enriques, cit. *supra* alla nota 241, p. 30 s., discorrendo delle possibili controindicazioni di una riserva all'autonomia statutaria della disciplina dei trasferimenti del controllo societario.

²⁷⁵ Sulle ragioni per le quali i soci di una società non quotata, nella fase antecedente la quotazione, non si oppongono all'introduzione in statuto di *antitakeover provisions* e, successivamente alla quotazione, i soci della medesima società quotata si attivino per la rimozione di tali misure e sull'opportunità di limitare la *contractual freedom* per quanto concerne l'adozione di *antitakeover arrangements* a causa della loro inefficienza dal punto di vista socio-economico, v. le ultime riflessioni di L.A. Bebchuk, in *Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements*, 152 U. Penn. Law Rev. 101 ss. (2003).

²⁷⁶ Cfr. le perentorie affermazioni di D.L. Ratner, cit. *supra* alla nota 1, a p. 44 ("the rule of "one share, one vote" represents an aberration in historical development, is widely departed from in other countries, facilitates trafficking in control and the development of unhealthy conglomerates, is vesting increasing power in the hands of financial managers who have neither the desire nor the ability to exercise it, inhibits democratic decision making on important social and economic issues, and is of dubious constitutionality") e a p. 45 ("Assuming that we should begin to consider limitations on the voting rights of large shareholders in order to increase the democratic element in the selection of corporate management, what is our starting point? A return to the basic principle of "one man, one vote" is appealing, although appropriately scaled-down voting rights for large shareholders, or fixed upper limits such as that found in the Volkswagen charter, might be more palatable at start"). Fra gli autori italiani, cfr. P. Schlesinger, *Le banche cooperative*, in *Riv. soc.*, 1994, p. 986 ss., a p. 993, secondo cui i limiti al voto permettono la creazione di un'organizzazione societaria che si basi "sulla pariteticità dei poteri dei soci e sul carattere "democratico" dell'assetto, garantito dal divieto di scalate e di concentrazioni"; L. Calvosa, cit. *supra* alla nota 61, alle p. 58, 67 e 82, per la quale i limiti ai possessi azionari costituirebbero, fra l'altro, "strumento di realizzazione della democrazia azionaria" e, anche per tale motivo, sarebbero stati inseriti negli statuti delle società privatizzate; M. Lamandini cit. *supra* alla nota 74, a p. 524 s., ad avviso del quale l'art. 2351, terzo comma, "impedisce l'adozione della forma della «public company» alle

Il riferimento alla volontà di realizzare un ideale di democrazia azionaria che la disciplina legale (di *default*) della società per azioni di per sé non garantirebbe potrebbe essere addotto a supporto di una delibera assembleare che disponesse l'inserimento di restrizioni al diritto di voto e che ottenesse pertanto il favore di un gruppo di soci con partecipazioni relativamente ridotte desiderosi di porsi al riparo dal pericolo concreto o anche solo astratto che altro socio o altri soci incrementino le loro partecipazioni sino ad acquistare il controllo della società.

Costituisce il perseguimento di un ideale di democrazia azionaria motivo sufficiente per giustificare l'opportunità che l'ordinamento autorizzi le società a prevedere limiti al diritto di voto dei propri soci e la possibilità per i soci di avvalersi liberamente di questa opportunità?²⁷⁷

La questione che solleva questo interrogativo è complessa per la ragione che il significato che si cela dietro la nozione (non giuridica) di "democrazia azionaria" è carico di ambiguità. L'espressione "democrazia azionaria", infatti, per quanto suggestiva possa suonare, si presta a interpretazioni contrapposte non appena ci si azzardi ad esaminarne in concreto i contenuti e le possibili ricadute sul piano societario²⁷⁸. Nessuno, a quanto consta, si pronuncia contro l'idea di interpretare o modificare le norme societarie esistenti in senso "democratico" o di approvare nuove disposizioni che si ispirino a principi di "democrazia societaria". Il punto è, tuttavia, che non è altrettanto agevole raggiungere unanimità di consensi sul significato da attribuire all'espressione "democrazia azionaria"²⁷⁹.

Il concetto di democrazia azionaria può in astratto essere invocato secondo una pluralità di accezioni.

società quotate, quando l'esperienza italiana anche recente aveva dato segni di interesse verso questo modello di democrazia economica in genere conseguito proprio attraverso la previsione di tetti azionari".

²⁷⁷ Sul carattere "ideologico", "secondario e astratto" dell'istanza verso la «la democrazia azionaria», cfr. P.J. Jaeger, cit. *supra* alla nota 250, p. 8 s. Per la constatazione che l'istituto dei limiti al voto dovrebbe rappresentare "una porta aperta per la creazione di una (improbabile) democrazia assembleare, che non è esteso alle società aperte per evitare che questo divenga un modo di porre un limite alla contendibilità del controllo", v. F. Corsi, *Le nuove società di capitali*, Milano, 2003, p. 137. Interessante è la prospettiva offerta da M.R. Ferrarese, *Della corporate governance ovvero dell'imperfezione del diritto societario*, in AA. VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, cit. *supra* alla nota 84, p. 387 ss., a p. 400 s., che ricollega la questione della democrazia azionaria ad un concetto classico di proprietà d'impresa, sotto certi profili posto in crisi dall'emersione della grande impresa finanziata con il ricorso al pubblico risparmio.

²⁷⁸ Sul contraddittorio ruolo dell'assemblea nella moderna società per azioni, tanto di rilevanti quanto di modeste dimensioni, v. le osservazioni di R. Weigmann, voce *Società per azioni*, in *Digesto Disc. Priv., Sez. Comm.*, XIV, Torino, 1997, p. 338 ss., alle p. 383 s.

²⁷⁹ Criticando apertamente la previsione dell'art. 3 della legge sulle privatizzazioni, G. Rossi, cit. *supra* alla nota 250, a p. 396 s., rileva che clausole statutarie che pongano tetti ai possessi azionari non valgono a costituire public companies poiché trattasi di clausole che svolgono una funzione antisalata, laddove la contendibilità del controllo sarebbe un requisito imprescindibile del concetto di public company. Pertanto, afferma l'Autore, è "utopico considerare [il modello della società per azioni con limiti ai possessi azionari] sotto il profilo della democrazia azionaria". Tali osservazioni sono condivise anche da P.J. Jaeger, cit. *supra* alla nota 250, p. 10 s.

Nei sistemi caratterizzati da società a proprietà azionaria dispersa fra un cospicuo numero di investitori, per democrazia azionaria si intende, tendenzialmente, la possibilità di rendere il management responsabile del proprio operato nei confronti degli investitori²⁸⁰. Per rendere effettiva l'*accountability* del management nei confronti degli azionisti serve una regolamentazione che consenta effettivamente il libero esercizio del diritto di voto da parte degli azionisti, cosicché questi, con il loro voto, possano annualmente approvare l'operato dei *directors*, confermandoli nelle loro cariche, ovvero manifestare disapprovazione, sostituendo gli amministratori con un nuovo gruppo dirigente attraverso *proxy fights*. Il sistema attraverso cui si garantisce, o si dovrebbe garantire, l'effettivo esercizio del diritto di voto nell'ambito delle *publicly held corporations* americane fa perno sul *proxy voting*, disciplinato dalla legislazione federale e dalla regolamentazione della *Security and Exchange Commission*. Il concetto di democrazia azionaria, nella realtà americana, consiste pertanto nella garanzia che tutti gli azionisti possano, se lo desiderano, esprimere il loro giudizio sull'operato degli amministratori attraverso l'esercizio del diritto di voto²⁸¹.

²⁸⁰ Cfr. come il Nyse giustifica la propria politica regolamentare in materia di diritti di voto degli azionisti sostanzialmente basata sulla non derogabilità, salvo casi particolari, della regola "un'azione, un voto": "[C]onsistent with the Exchange's long-standing commitment to encourage high standards of corporate democracy, every listed company is expected to follow certain practices aimed at maintaining appropriate standards of corporate responsibility, integrity and accountability to shareholders" (*NYSE Listed Company Manual*, § 301.00, citato da J. Seligman, cit. *supra* alla nota 92, p. 699). Ricorda però R. Perna, cit. *supra* alla nota 247, p. 156, che nella dottrina americana "[c]on il termine democrazia azionaria ci si riferisce a profili assai eterogenei: da un lato, quello puramente procedurale, il rispetto delle minoranze ed in generale l'applicazione delle regole della decisione democratica alle dinamiche interne della società; dall'altro, quello di merito, l'introduzione all'interno della dialettica delle società di alcuni temi di preminente interesse sociale e politico".

²⁸¹ V. P.G. Jaeger, *Gli azionisti: spunti per una discussione*, in *Giur. comm.*, 1993, I, p. 23 ss., a p. 33 che valuta le battaglie per la raccolta di deleghe di voto "le situazioni che appaiono più vicine (pur restando da essa alquanto remote) a una sorta di democrazia effettiva nelle società azionarie". Si noti che se per democrazia azionaria si intende una democrazia assembleare basata su una diffusa partecipazione degli azionisti alle sedute assembleari al fine di esercitare il proprio diritto di voto secondo un convincimento formatosi senza vincoli e solo al termine del dibattito assembleare, allora il sistema del voto per delega, che spinge l'azionista ad indicare la direzione del proprio voto prima ed indipendentemente dall'esito della discussione assembleare, non può definirsi democratico. Soprattutto se, come avviene in Italia, l'ordinamento accoglie il principio della one way proxy, per cui il committente della sollecitazione è tenuto ad esercitare il diritto di voto del delegante soltanto se ed in quanto sia conforme alle proprie proposte. Invero, però tanto la realtà fattuale quanto gli istituti giuridici che sono andati affermandosi nella disciplina delle società quotate tendono a svalutare l'aspetto assembleare in favore di un esercizio consapevole del diritto di voto basato su un'informazione completa e trasparente di carattere preassembleare. L'attenzione andrebbe spostata dalla necessità di una formazione della volontà deliberativa in assemblea alla garanzia di un esercizio consapevole del diritto di voto anche in forma extraassembleare, più agevole da conseguire per la diminuzione dei costi complessivamente gravanti sull'azionista che intende esercitare il proprio voto. In tal modo la realizzazione della democrazia azionaria passerebbe per una partecipazione diffusa degli azionisti alla vita della società, sebbene priva dei profili propri di una partecipazione fisica ai momenti di collegialità. In tal senso, allora, l'agevolazione del voto per delega e del voto per corrispondenza, distanti dal concetto di democrazia diretta, costituirebbero comunque un valido mezzo per "elevare il tasso di democraticità" nel governo delle società quotate (cfr. A. Paciello, *Democrazia societaria e voto extrassembleare*, in *Riv. dir. impresa*, 1999, p. 29 ss., alle p. 31 ss.). Qui, evidentemente, a confronto si pongono due accezioni ulteriori di democrazia azionaria, quello della democrazia diretta e assembleare, da un lato, e quello della democrazia "referendaria", dall'altro, entrambi valutabili a prescindere dalla questione dell'allocatione dei diritti di voto sotto il profilo oggettivo della partecipazione azionaria ovvero sotto il profilo soggettivo della persona del socio.

L'imperfezione del sistema di *proxy voting* deriva dal fatto che nelle società ad azionariato diffuso, il controllo degli organi sociali è in mano ai manager che, godendo di una posizione di privilegio nella sollecitazione di deleghe di voto rispetto ad ogni altro azionista che intenda sfidarli, sono in grado di determinare le maggioranze necessarie alla nomina di un *board of directors* a loro vicino pur possedendo percentuali ridotte di azioni con diritto di voto. Non potendo quindi essere l'esercizio del diritto di nomina e revoca degli amministratori da parte degli azionisti dissenzienti l'unico mezzo per garantire un operato degli amministratori esecutivi conforme agli interessi di tutti gli azionisti, la questione fondamentale che si pone è come contenere i costi di agenzia che derivano da questa separazione fra la proprietà (delle azioni, per lo più in mano ad azionisti dispersi) e il controllo (in mano al management). I meccanismi studiati per contenere gli *agency costs* si basano essenzialmente sulla ricerca di un allineamento degli interessi dei managers a quelli degli azionisti esterni mediante l'approvazione di piani di assegnazione di azioni (*stock option plans*) legati alle performance aziendali o alla crescita del valore del titolo quotato; oppure mediante il costante monitoraggio dell'attività degli *officers* da parte di amministratori indipendenti; o, ancora, mediante la sottoposizione dell'attività amministrativa al controllo contabile di società di revisione indipendenti. Queste misure, tuttavia, controbilanciano, o tentano di controbilanciare, solo parzialmente i possibili effetti negativi derivanti dalla separazione fra proprietà e controllo ma non avvicinano di per sé la proprietà al controllo. Secondo alcuni autori americani un avvicinamento dei due poli dell'organizzazione societaria si avrebbe soltanto se fosse la reale maggioranza delle azioni, di fatto in mano agli azionisti esterni, a nominare il consiglio di amministrazione e a determinare in generale i risultati delle votazioni assembleari. Per questi autori, pertanto, se il sistema non vuole legittimare e cristallizzare indefinitamente il governo di un'esigua minoranza a discapito della maggioranza (che è pur sempre tale per quanto disorganizzata), un presupposto fondamentale è quello della strenua difesa del principio di proporzionalità. La garanzia che ogni azione dia diritto ad almeno un voto e non a più di uno è il punto di partenza di ogni politica che abbia come obiettivo quello di consegnare il governo della società a chi ne possiede la maggioranza delle azioni o almeno quello di rendere chi amministra responsabile del proprio operato nei confronti della generalità degli azionisti e del mercato²⁸².

²⁸² Recentemente la Sec ha avviato un procedimento di riforma delle proxy rules con il proposito di consentire agli azionisti di minoranza, possessori di una significativa quota di capitale, l'inserimento di propri candidati nelle schede di voto da inviare alla generalità degli azionisti in occasione delle assemblee annuali di nomina del consiglio di amministrazione. La *proposed rule nos. 34-48626* sulle *Security Holder Director Nominations* prevede che nell'anno successivo a quello in cui un candidato espresso dalla società abbia ricevuto *withhold votes* in misura superiore al 35%

Altri autori, all'opposto, giudicano il principio di proporzionalità un principio a carattere capitalistico che mortifica gli ideali di democrazia azionaria propria delle società a capitale diffuso. Soltanto una limitazione del diritto di voto di chi ha più potere economico e pertanto maggiori possibilità di acquistare partecipazioni maggioritarie nelle società può garantire alla generalità degli azionisti una partecipazione non del tutto ininfluyente al governo della società.

Nei sistemi caratterizzati da società a proprietà concentrata, ove uno o più azionisti possiedono una partecipazione minoritaria ma comunque in grado di assicurare il controllo di fatto della società, la possibile divergenza di interessi riguarda gli azionisti di controllo, da un lato, e gli azionisti esterni, dall'altro. In questa realtà, secondo alcuni, sul piano dell'allocazione del potere di voto, la democrazia azionaria verrebbe meglio tutelata consentendo l'introduzione di limiti al diritto di voto, con ciò deviando dalla regola capitalistica per cui comanda chi più investe. Secondo altri, viceversa, il funzionamento democratico non può prescindere dall'osservanza della regola un'azione, un voto, e pertanto vanno guardate con sospetto le deviazioni (sociali o parasociali) dal principio di proporzionalità. Per quanto ad essere espressamente criticati da questi autori siano gruppi piramidali e patti parasociali, per il loro effetto moltiplicatore del potere di voto rispetto alla reale entità della partecipazione, vale la pena ribadire che anche l'introduzione di restrizioni al diritto di voto finisce per accrescere il potere di voto di chi non può o non vuole incrementare la propria partecipazione consentendogli o di mantenere il controllo o di impedire comunque che altri lo acquisisca a suo discapito.

dei voti espressi o la proposta avanzata da un azionista con più del 1% del capitale da almeno un anno di far soggiacere la società alla rule in oggetto ottenga il voto favorevole di più del 50% dei votanti, l'azionista o il gruppo di azionisti che sia titolare di più del 5% del capitale da almeno due anni può far inserire nei proxy materials il nome di un proprio candidato, qualora il board of directors sia composto da un numero di consiglieri pari o inferiore a otto; due nomi, se il numero di posti in consiglio è superiore a otto e inferiore a venti; tre nomi, se il numero dei posti in consiglio è pari o superiore a venti. La rule, al fine di contenere il numero dei candidati espressi dalle minoranze, stabilisce che, nell'ipotesi in cui vi siano più azionisti legittimati ad esprimere propri candidati alla carica di amministratore, vadano inseriti soltanto il candidato o i candidati indicati dall'azionista con la partecipazione maggiore. Al fine, inoltre, di contenere il rischio che il candidato della minoranza, una volta nominato, possa essere indotto ad agire nell'esclusivo interesse dell'azionista di cui è espressione, si prevede che questi debba possedere stringenti requisiti di indipendenza dall'azionista sponsor. A disposizione in esame, come vie chiarito dalla Sec, si propone esclusivamente di consentire una partecipazione della minoranza alla composizione dei consigli di amministrazione al di fuori, quindi, di un proxy contest per il conseguimento del controllo della società. I proxy fights finalizzati ad ottenere un mutamento delle posizioni di comando rimarrebbero soggetti alle proxy rules già in vigore. Sull'opportunità di consentire agli azionisti esterni la nomina di propri rappresentanti nei consigli delle società quotate americane e di altre previsioni volte a rinvigore il procedimento di elezione delle cariche sociali, cfr. L.A. Bebchuk, *The Case for Shareholder Access to the Ballot*, Discussion Paper No. 428, 8/2003, Revised 11/2003, As published in 59 *The Business Lawyer* 43-66 (2003). Già J.N. Gordon, cit. *supra* alla nota 103, p. 78, notava che "Even if "shareholder democracy" is more illusory than real, the notion that high corporate office is earned and retained on the sufferance of marketplace scrutiny is a comforting one. We need no corporate princes here".

Il fatto che si rinvengano accezioni diverse, se non addirittura opposte, su come debba essere interpretato e applicato il concetto di democrazia azionaria in realtà non stupisce²⁸³. Gli orientamenti menzionati invero si dibattono fra una concezione "politica" della democrazia nelle società per azioni e una concezione "economica" della stessa²⁸⁴. Un orientamento privilegia il riferimento alla persona del socio, che pertanto dovrebbe poter disporre di un potere di voto tendenzialmente analogo a quello di ogni altro socio partecipe della ventura societaria, indipendentemente dai capitali messi a disposizione della società. I meccanismi decisionali della società, organizzazione di uomini e mezzi, possano essere avvicinati, secondo questo orientamento, a quelli che governano le organizzazioni collettive di uomini di stampo politico o a scopo non economico o gli enti collettivi economici a scopo mutualistico. L'altro orientamento, invece, partendo dal presupposto che la società per azioni è in primo luogo un'organizzazione di capitali, ove la persona del socio rileva per l'apporto economico che ha garantito alla società, ritiene che sia doveroso attribuire un potere proporzionato all'ammontare dell'investimento anche se questa distribuzione del potere crea una disuguaglianza fra le persone dei soci. Soltanto la proporzionalità assicura che le decisioni siano prese da chi dovrebbe avere i giusti incentivi per elaborarne di efficienti. In questa eccezione, per democrazia si intende l'assicurazione che il governo dell'impresa sia affidato a chi, in proporzione, corre il maggior rischio economico-finanziario.

In sostanza, è opportuno che l'ordinamento propenda per una società per azioni che sia una democrazia di persone o una democrazia di capitali?

Poiché tanto la moderna configurazione della società per azioni, nell'ambito della quale la distribuzione dei poteri avviene tendenzialmente secondo il principio capitalistico di proporzionalità, quanto il più antico disegno della società per azioni, ove si prediligeva una distribuzione del potere basata sulle persone dei soci piuttosto che sul numero di azioni, possono, in linea di principio, funzionare in maniera efficiente, senza pregiudizio per alcuno, e servire legittimamente e proficuamente gli obiettivi prefissati dai soci, non v'è motivo perché l'ordinamento imponga un rigido schema prefissato, tanto nel senso di

²⁸³ V. Secondo P.G. Jaeger, cit. *supra* alla nota 281, a p. 32, il principio maggioritario, cui è ispirato il funzionamento degli organi deliberativi delle società per azioni, "è quanto di più lontano si possa immaginare rispetto ai principi democratici".

²⁸⁴ Il dibattito ha origini antiche. Già al tempo della progettata codificazione del diritto commerciale del Regno d'Italia fondato da Napoleone (1806-1807), poi abbandonata in favore della piena adozione del codice di commercio francese nel 1808, si dibatteva sul criterio secondo il quale i soci avrebbero dovuto deliberare. Il progetto del Governo prevedeva l'adozione del principio maggioritario: "la pluralità di voti tra gli interessati determina il partito da prendersi". Alcuni Tribunali d'Appello, alla cui attenzione il progetto venne sottoposto, espressero l'opinione che meglio sarebbe stato contare "non già le teste, ma gli interessi rappresentati dai diversi soci" (cfr. A. Padoa Schioppa, cit. *supra* alla nota 24, p. 119).

un'imposizione di un inderogabile tetto al potere di voto (come avveniva sino a poco tempo fa in Belgio) quanto nel senso di un'affermazione inderogabile del principio di proporzionalità. Ciò che non convince, invece, è l'utilizzo del concetto di democrazia in ambito societario per giustificare il mantenimento o l'introduzione di un criterio di distribuzione del potere o dell'altro, proprio perché invocando il concetto di democrazia si può sostenere legittimamente l'accoglimento tanto di un criterio quanto dell'altro²⁸⁵.

Pare perciò condivisibile la scelta del legislatore di ribadire la regola della proporzionalità ma, al contempo, di lasciare libere le società che non fanno appello al mercato del capitale di rischio di allocare il potere di governo al loro interno secondo il meccanismo ritenuto più soddisfacente alle loro esigenze ed ai loro obiettivi.

La scelta di rimettere all'autonomia statutaria la materia della distribuzione dei diritti di voto, assoggettandola a vincoli posti a presidio e tutela di altri interessi di natura pubblica²⁸⁶, per quanto non si tratti di interessi (quale la contendibilità delle società quotate) perseguiti coerentemente dall'ordinamento, non deve essere giudicata con sfavore.

Ricorda Davies, discorrendo del diritto societario inglese, che "the rights to be attached to classes of shares, including the number of votes to be attached to the shares, are matters for the company to determine in its articles of association or in the terms of issue of the shares. The exclusion of preference shareholders from voting rights, except in limited circumstances, is common and the issuance of non-voting equity shares is not unknown, though it is fiercely opposed by institutional shareholders. Thus, "shareholder democracy", which is in any event a democracy of shares rather than of shareholders, is, or may be, an imperfect one. Company law does not require equal voting rights for shares

²⁸⁵ Sull'ambiguità del concetto di *shareholder democracy* e sulle difficoltà di un suo accostamento a quello di democrazia politica, cfr. il pensiero di J.N. Druey, *General Report, in Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, cit. *supra* alla nota 147, p. 367 ss., a p. 381 s. che si chiede se "[...] the time might finally have come to see the questionability of this analogy [l'analogia della democrazia azionaria] to political democracy as such. We can hear of expectations, coming especially from America, that a shareholder is entitled to find in any country a set of rights, as if such rights were vested with the person like civil rights of natural law. But the shareholder has acquired his position not by birth but *paying for it*. Unless we let all stakeholders vote – then we might derive voting rights from a sort of natural law – *voting rights are a function to be attributed to those who will best handle them*" (corsivo aggiunto). Prosegue il medesimo Autore affermando, in relazione alla legittimazione al voto della categoria degli azionisti, che: "There is no *a priori* justification for this privilege to be given to shareholders and only to them, and the justification cannot be the same for small investors in a public company, for owners of share blocks in family enterprises, or for institutional investors. For each of these categories, the answer as to their aptitude has to be given separately".

²⁸⁶ Per quanto concerne le società con azioni destinate al mercato degli investitori, il primo degli "Share Voting Principles" elaborati dal *International Corporate Governance Network*, organismo creato nel 1995 per stimolare un dialogo internazionale sulle modalità di rafforzamento dell'*accountability* dei manager nei confronti dei proprietari delle società e di massimizzazione della ricchezza a favore degli azionisti, stabilisce che: "The same voting rights should attach to shares regardless of how much equity a shareholder holds, or how geographically distant a shareholder may be from the company. Votes should be cast only according to instructions by the owner or the owner's agent".

carrying the same risk nor equivalent rights for shares of different classes of risk. All that, once again, is a matter for the company to determine” (corsivo aggiunto)²⁸⁷.

L’allocazione dei diritti di voto non deve soddisfare un preteso ideale di democrazia azionaria, i cui contorni sono incerti se non indefinibili. Pertanto il concetto di democrazia azionaria, sulle cui fondamenta non vi è sufficiente concordia, non dovrebbe poter essere addotto né per confortare scelte di *policy* del legislatore (che potrebbero portare tanto in una direzione quanto in quella esattamente opposta) né per giustificare modificazioni statutarie deliberate dai soci che celino in realtà altri e meno nobili fini.

La via da seguire, da un punto di vista teorico, per dare voce e potere a soci, in particolar modo nell’ambito delle società quotate, che non abbiano i mezzi economico-finanziari per acquisire la maggioranza delle azioni, e quindi dei diritti di voto, non consiste nell’introduzione di limiti all’esercizio dei diritti di voto, che negano il principio di proporzionalità ma non il principio maggioritario. Anche in presenza di limiti al voto, infatti, vi è sempre un gruppo di soci che può ambire ad acquisire un controllo stabile, e per di più tendenzialmente non contendibile, della società, avvalendosi, mediante un coordinamento di origine parasociale, della facoltà di esprimere un numero di voti maggiore di quello a disposizione di tutti gli altri soci che non siano in grado di coordinarsi. La via da seguire, pertanto, non è quella di impedire attraverso clausole statutarie l’esercizio del potere di controllo da parte del socio maggioritario, poiché è fisiologicamente impossibile impedire che il controllo trovi comunque un’allocazione e finisca nelle mani di altri soci fra di loro coordinati, non necessariamente più meritevoli o sensibili alle istanze degli azionisti più piccoli. Ne deriverebbe soltanto l’istituzionalizzazione della minoranza di controllo.

E’ sul principio maggioritario e non sul principio di proporzionalità che bisogna intervenire se si vuole perseguire un ideale di democrazia azionaria, correttamente inteso come raggiungimento dell’obiettivo di una condivisione dell’esercizio del potere di governo della società da parte del maggior numero di azionisti. A tal fine lo strumento attualmente più incisivo consiste nella scelta del meccanismo del voto di lista per la nomina delle cariche sociali. Con il voto di lista, infatti, la copertura di una quota dei posti negli organi collegiali è riservata ai candidati indicati nelle liste presentate dai soci di minoranza che raggiungono una determinata percentuale di capitale della società e che pertanto dimostrino un legame significativo con le sorti della società stessa. Il voto di lista consente a soci di minoranza stabili di partecipare attraverso loro rappresentanti agli

²⁸⁷ P.L. Davies, cit. *supra* alla nota 6, p. 327 s. (note omesse).

organi ove si deliberano le operazioni di gestione della società, assicurando non la sottrazione del potere di controllo al socio maggioritario, che rimane pur sempre abilitato alla nomina della maggioranza degli amministratori, quanto la sottoposizione dei consiglieri espressione del socio maggioritario ad un'attività di monitoraggio da parte dei consiglieri espressione delle minoranze esercitata all'interno del consiglio. Per questa via si realizza una partecipazione proporzionale di tutti i soci più rilevanti all'esercizio del potere di gestione, non essendo peraltro da escludere che l'inserimento di membri indipendenti dal socio di maggioranza all'interno del consiglio di amministrazione possa di volta in volta influenzare il comportamento dei membri espressi dal socio di maggioranza e quindi favorire, oltre che una maggiore ponderatezza delle decisioni, anche una misurata alternanza nella formazione delle maggioranze in occasione di determinate deliberazioni.

Il prezzo da pagare in caso di adozione del voto di lista potrebbe essere un maggior tasso di conflittualità all'interno dei consigli di amministrazione²⁸⁸. In realtà, a ben vedere, si tratterebbe di una conflittualità che non avrebbe possibilità di tradursi mai in una paralisi patologica, essendo gli amministratori espressi dalla coalizione di maggioranza pur sempre numericamente in grado di assicurare l'assunzione delle decisioni volute. Semmai una paralisi si dovesse verificare, deriverebbe dalla non condivisione di determinate decisioni da parte di alcuno degli amministratori espressi dalla coalizione di controllo. In tal caso, però, si tratterebbe di una paralisi di per sé non inopportuna in quanto derivante da una condivisione di orientamento gestionale da parte degli amministratori espressi dalle minoranze e alcuni degli amministratori espressi dalla maggioranza.

In ogni caso, al fine di evitare anche il limitato pericolo, sempre che di un pericolo ingiustificato si possa realmente parlare, di intralcio alla gestione corrente della società, sarebbe utilizzabile il modello dualistico di amministrazione e controllo. Si potrebbe cioè immaginare, come alcuna dottrina ha suggerito in passato, di non agevolare l'inserimento diretto di rappresentanti delle minoranze nell'organo di gestione bensì di attribuire ai rappresentanti delle minoranze, mediante un meccanismo di nomina basato sul voto di lista, una parte dei posti nell'organo di alta sorveglianza, a sua volta titolare del potere di nomina dei membri dell'organo di gestione²⁸⁹.

²⁸⁸ V. le critiche espresse da P.J. Jaeger, cit. *supra* alla nota 250, p. 12.

²⁸⁹ Con l'intento di stimolare in particolare un ruolo attivo degli investitori istituzionali, non solo nell'ambito delle società quotate, D. Preite, cit. *supra* alla nota 179, p. 549, proponeva la previsione in tutte le società per azioni, ma con norme non imperative nelle società quotate, di "un consiglio di sorveglianza, distinto dal consiglio di amministrazione, eletto *obbligatoriamente* col meccanismo del voto di lista, e deliberante a *maggioranza straordinaria*". In tal modo,

Tornando all'utilizzo del concetto di democrazia azionaria, non resta che osservare, in chiusura, che, sul piano della vita della società e dei rapporti fra soci di maggioranza e soci di minoranza nello svolgimento dell'attività sociale, deliberativa ed organizzativa, l'utilizzo della categoria della democrazia azionaria per invocare la protezione della minoranza da abusi perpetrati a suo danno o a danno della società appare di dubbia, e forse inutile, rilevanza giuridica. Ben più efficaci, appaganti e giuridicamente fondati paiono viceversa il divieto di agire in conflitto di interessi, le clausole generali di correttezza e buona fede e il divieto di abuso dei diritti sociali²⁹⁰.

secondo l'Autore, sarebbe garantita "una rappresentanza proporzionale (o anche più che proporzionale) delle minoranze organizzate e soprattutto *degli investitori istituzionali*, anche in presenza [...] di importanti quote di capitale in capo ai soci imprenditori capitalisti". Nel rimarcare la differenza della sua proposta dal modello tedesco, laddove questo prevede per la revoca dei consiglieri di sorveglianza l'approvazione del settantacinque per cento dei voti espressi, l'Autore, *ivi*, a p. 549 s., nota 186, segnala quel profilo ampiamente criticato delle clausole limitative dei diritti di voto in uso in Germania che consiste nel rendere "estremamente difficile il ricambio dei gruppi di controllo delle società". Fu originariamente T. Ascarelli, *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 3 ss., a p. 32 a giudicare con favore l'inserimento di rappresentanti di minoranze qualificate nel collegio sindacale e, viceversa, con sfavore l'inserimento dei medesimi nel consiglio di amministrazione. Sulla nomina di rappresentanti degli azionisti di minoranza nell'organo di controllo come alternativa più desiderabile a quella di una loro nomina nell'organo di gestione v. anche P.G. Jaeger, cit. *supra* alla nota 281, p. 40.

²⁹⁰ Cfr. R. Perna, cit. *supra* alla nota 247, p. 160 s., ad avviso del quale "l'applicazione alla vita societaria della categoria della democrazia appare in quanto tale assai problematica. In molti casi ci si può porre un problema di trasparenza delle decisioni, di correttezza e buona fede dei comportamenti. Ciò può essere qualificato come democrazia societaria solo in senso molto generico, utilizzando la categoria di democrazia in senso esclusivamente formale".

CAPITOLO QUARTO

I LIMITI STATUTARI AL DIRITTO DI VOTO NELLE SOCIETÀ PER AZIONI: DISCIPLINA

SOMMARIO: 1. I limiti statuari al diritto di voto (Höchststimmrechte) nel diritto tedesco. 2. Tipologia di clausole statuarie che limitano i diritti di voto degli azionisti. - 3. Sul voto capitaro. - 4. Limiti al diritto di voto e quorum assembleari. - 5. Limiti al diritto di voto e categorie di azioni. - 6. Ambito soggettivo di applicazione dei limiti statuari al diritto di voto. - 7. Limiti al diritto di voto e uguaglianza degli azionisti. - 7.1. Segue: le disuguaglianze fra azionisti di derivazione legislativa. - 8. Inosservanza dei limiti statuari al diritto di voto. - 9. Sulla sorte della clausola limitativa del diritto di voto nelle società per azioni che acquisiscono lo status di società facente appello al mercato del capitale di rischio. - 10. Adozione e rimozione di una clausola limitativa dei diritti di voto nel corso della vita della società. - 11. Delibera di introduzione di limiti al diritto di voto e abuso di potere. - 12. Clausole limitative del diritto di voto nelle società a responsabilità limitata.

1. I limiti statuari al diritto di voto (Höchststimmrechte) nel diritto tedesco.

Il Paese europeo nell'ambito del quale le società azionarie hanno fatto maggior ricorso a clausole di limitazione del potere di voto degli azionisti è, verosimilmente, la Germania. Il diffuso impiego di queste clausole ha determinato un'attenta riflessione giuridica sulla loro funzione e sulla loro efficacia. Per questa ragione, una considerazione analitica dell'ordinamento tedesco pare utile, oltre che per comprendere le funzioni che i limiti soggettivi al potere di voto possono svolgere, anche per esaminare quei problemi di disciplina che potrebbero ugualmente porsi all'attenzione dell'interprete italiano.

Recita il § 134, Abs. 1, AktG: "Il diritto di voto è esercitato in base al valore nominale delle azioni e, per le azioni prive di valore nominale, in base al numero delle azioni medesime. Per l'ipotesi che ad un azionista appartengano più azioni, lo statuto delle società non quotate in borsa può prevedere che il diritto di voto sia limitato attraverso la fissazione di una soglia massima o attraverso una sua graduazione. Lo statuto può inoltre prevedere che, tra le azioni che appartengano all'azionista siano conteggiate anche le azioni che appartengano ad un altro per suo conto. Per l'ipotesi che l'azionista sia un'impresa, lo statuto può ulteriormente prevedere che, tra le azioni che gli appartengano, siano conteggiate anche quelle che appartengono ad un'impresa dipendente o a un'impresa dominante o a un'impresa all'azionista legata da rapporti di gruppo o a un terzo per conto di tali imprese. Le limitazioni non possono essere disposte nei confronti di singoli azionisti. In occasione del computo di una maggioranza di capitale richiesta dalla legge o dallo statuto non si tiene conto delle limitazioni".

Questa disposizione, in combinazione con il § 12, *AktG*, secondo cui ogni azione attribuisce il diritto di voto e con il § 118, *AktG*, regola la materia dei diritti di voto dei soci nelle società per azioni di diritto tedesco.

In linea di principio, nella società azionaria tedesca, il potere di voto si determina secondo la misura della partecipazione al capitale. In relazione alle azioni con valore nominale (*Nennbetragsaktien*), esso si determina in base al valore nominale. In relazione alle azioni prive di valore nominale (*Stückaktien*), il potere di voto è assegnato in base al numero di queste. Il valore nominale deve essere almeno di un euro (§ 8, *Abs. 1, Satz 1*, e *Abs. 2, Satz 3*). Qualora alle azioni siano assegnati importi nominali superiori, questi devono essere multipli di un euro (§ 8, *Abs. 2, Satz 4*). Per quanto concerne le azioni prive di valore nominale, l'ammontare di partecipazione al capitale sociale può anche essere "spurio", purché non sia inferiore ad un euro. Il potere di voto, comunque, non si misura sulla base del prezzo di emissione delle azioni.

Ogni azione con valore nominale attribuisce un diritto di voto, quando il capitale sociale è suddiviso in azioni di uguale valore nominale. Qualora vi siano azioni di importo nominale differente, si pone a base il valore nominale minore (che attribuisce un voto) cosicché le azioni di taglio superiore attribuiscono un numero di voti multiplo conformemente al loro valore nominale²⁹¹. Ciò che è determinante è che il potere di voto sia proporzionale alla partecipazione al capitale sociale. Le azioni prive di valore nominale sono invece rappresentative di un'uguale misura del capitale sociale e perciò attribuiscono invariabilmente un voto.

Al principio di proporzionalità possono apportarsi deroghe, in linea di principio, soltanto in una direzione, stante l'illegittimità delle azioni a voto plurimo: il diritto di voto può essere determinato in misura meno che proporzionale rispetto alla partecipazione al capitale sociale. Meno che proporzionale è il potere di voto di cui dispone il socio titolare di azioni privilegiate prive del diritto di voto (*stimmrechtlose Vorzugsaktien*) o che viene limitato in considerazione dell'ammontare della partecipazione complessiva (*Höchststimmrechte*) di cui fa menzione il § 134, *Abs. 1, Satz 2*.

Specificamente, il § 134, *Abs. 1, Satz 2* contempla, in linea con una consolidata tradizione giuridica in materia²⁹², la possibilità che il diritto di voto degli azionisti subisca

²⁹¹ Ad es., se le azioni che hanno un valore nominale pari ad un euro attribuiscono un voto, le azioni che hanno un valore nominale pari a dieci euro attribuiscono dieci voti.

²⁹² Già l'art. 190 del codice generale di commercio tedesco del 1870, nella versione emendata con legge del 18 luglio 1884, stabiliva che nella società in accomandita per azioni e, in virtù del rinvio all'art. 190 operato dall'art. 221, anche nella società anonima "[o]gni azione attribuisce il diritto di voto. Questo viene esercitato in proporzione dello ammontare delle azioni. Il contratto sociale, nel caso in cui un accomandante possieda più azioni, può limitare

limitazioni attraverso la fissazione di un numero massimo di voti a disposizione dei singoli azionisti ovvero di un meccanismo che preveda l'attribuzione di un numero decrescente di voti al crescere della partecipazione nell'ambito di scaglioni prefissati in statuto (c.d. voto scalare).

I limiti al diritto di voto che si rinvengono nelle società tedesche corrispondono ad una misura che oscilla tra il cinque e il dieci per cento²⁹³ e, in passato, erano diffusi tanto fra le società non quotate in borsa quanto fra quelle quotate. Nel 1998, il *KonTraG* (Art. 1, Nr. 20) ha vietato l'inserimento di limitazioni statutarie al diritto di voto nelle società quotate, specificando che il § 134, *Abs. 1, Satz 2*, si applica soltanto alle *nichtbörsennotierte Gesellschaften*.

Come ricorda Henn²⁹⁴, un buon numero di società tedesche, in particolare le banche private maggiori, si era avvalso di questo istituto in passato per difendersi dall' indesiderata influenza di soggetti esteri. Già negli ultimi anni precedenti la modifica legislativa cominciò a porsi intensamente la domanda sull'utilità dei limiti massimi all'esercizio del diritto di voto ed un'accesa discussione ne seguì. Con la fissazione di soglie di determinazione dei voti, infatti, le società segnalavano la loro volontà di sottrarsi a speculazioni di breve periodo e a tal fine ponevano ostacoli all'acquisto di partecipazioni di capitale. D'altra parte, si palesava come necessario agevolare la cooperazione e le relazioni tra società, particolarmente sul piano internazionale.

L'orientamento favorevole all'eliminazione della possibilità di fissare tetti all'esercizio del diritto di voto, quanto meno nelle società quotate, faceva perno sull'opportunità di non consentire alle società di sottrarsi al mercato del controllo societario e quindi agli effetti incentivanti sull'efficienza manageriale della sottomissione delle società all'eventualità di takeover da parte di terzi²⁹⁵. Si affermava la necessità di non porre freni alla "Kursphantasie" e impedire un'auto-stabilizzazione del management.

L'orientamento contrario alla proibizione per via legale della facoltà per le società quotate di introdurre limiti al godimento del potere di voto, invece, sottolineava che la critica diretta agli *Höchststimmrechte*, motivata dalla necessità di stimolare un mercato del controllo societario e delle offerte pubbliche d'acquisto, non era convincente²⁹⁶. Se, infatti, si può in linea di principio dubitare dell'opportunità di limitazioni statutarie al diritto di

l'esercizio del diritto di voto ad un massimo, o graduandolo o distinguendone le diverse specie" (*Codice di commercio generale germanico*, traduz. del prof. A. Marghieri).

²⁹³ U. Hüffer, cit. supra alla nota 136, *Rdn.* 6, p. 652.

²⁹⁴ G. Henn, cit. supra alla nota 137, *Rdn.* 707, a p. 392.

²⁹⁵ T. Baums, cit. supra alla nota 233, p. 221; W. Zöllner, U. Noack, cit. supra alla nota 238, p. 117 ss. e p. 226.

²⁹⁶ "Kritik überzeugt nicht", afferma perentoriamente U. Hüffer, cit. supra alla nota 136, *Rdn.* 5, p. 652.

voto, la decisione sulla loro introduzione o meno dovrebbe essere lasciata ai redattori dello statuto, in quanto si tratterebbe di materia attinente al processo di formazione della volontà sociale. Il riferimento ai pregiudizi che tale istituto recherebbe al mercato non sarebbe convincente considerando che le decisioni sulla struttura organizzativa della società non dovrebbero essere influenzate da valutazioni proprie del mercato dei capitali²⁹⁷. Non vi sarebbe, infine, alcun mercato delle offerte pubbliche d'acquisto ostili, né un tale mercato sarebbe desiderabile²⁹⁸. Si aggiunge, pertanto, che i takeover non necessitano di agevolazioni legali, in quanto essi possono essere, nei singoli casi, opportuni o inopportuni, e in queste ultime ipotesi, giungere a pregiudicare l'esistenza stessa dell'impresa. In una certa garanzia di stabilità dell'impresa giunta ad un maturo stadio di crescita, attraverso la presenza di limiti massimi all'esercizio del diritto di voto, risiederebbe d'altra parte un valore economico aziendale ed economico politico di estrema importanza. Inoltre, si fa notare che, anche in presenza di *Höchststimmrechte*, i takeover rimarrebbero possibili e si insiste sulla circostanza che, comunque, sulla loro introduzione o soppressione dovrebbero essere lasciati liberi di decidere i soci nell'ambito della loro "Satzungsautonomie"²⁹⁹.

Con l'emanazione del *KonTraG*, la discussione sull'opportunità degli *Höchststimmrechte* nelle società quotate si è chiusa ma, nonostante il compromesso raggiunto (consistente nella possibilità di mantenere limitazioni al diritto di voto nelle società non quotate), la tematica, per la dottrina tedesca, rimane di attualità³⁰⁰.

Sul versante della disciplina legale, la dottrina tedesca concorda che le limitazioni al diritto di voto possono essere correlate o al valore nominale delle azioni o ad una determinata percentuale di capitale sociale o, relativamente alle azioni prive di valore nominale, ad un determinato numero di queste. Non sono considerate ammissibili previsioni statutarie in base alle quali sono richieste più azioni prive di valore nominale per potersi veder riconosciuto il diritto di voto. Ugualmente inammissibili sarebbero previsioni secondo cui il diritto di voto viene correlato ad un determinato valore nominale dell'azione, quando in circolazione vi siano azioni con un valore nominale inferiore.

²⁹⁷ L'Autore da ultimo citato, pur criticando la scelta di vietare gli *Höchststimmrechte* nelle società quotate e domandandosi se la via che ha portato alla loro proibizione fosse davvero obbligata, concorda almeno sulla scelta di limitare il divieto alle sole società quotate, in quanto non vi sarebbe stata alcun ragionevole motivo per una riduzione generalizzata dell'autonomia statutaria in materia. Resta così affidata, nel diritto tedesco, all'autonomia decisionale dei soci la scelta di condizionare la formazione della volontà sociale in senso più marcatamente personalistico e quindi di deviare, in base ai bisogni delle singole società, dal calcolo capitalistico del potere di voto, nelle ipotesi in cui un azionista possiede più azioni. In definitiva, si tratterebbe di uno spazio residuo lasciato alla "interne Willensbildung der Gesellschaft" (*ivi*, p. 652)

²⁹⁸ Cfr., ancora, U. Hüffer, cit. *supra* alla nota 136, *Rdn.* 5, p. 652.

²⁹⁹ Queste ultime osservazioni sono di G. Henn, cit. *supra* alla nota 137, *Rdn.* 707, p. 393.

³⁰⁰ Così ancora G. Henn, cit. *supra* alla nota 137, *Rdn.* 707, a p. 394.

Allorché siano state emesse azioni con differente valore nominale, il diritto di voto deve essere infatti correlato al valore nominale inferiore.

La legge consente, come si è visto, anche l'inserimento di clausole statutarie che determinino una graduazione dei diritti di voto al crescere della partecipazione. Secondo la dottrina dominante, il potere di voto potrebbe essere determinato in modo tale anche da consentire ad ogni azionista l'esercizio di un solo voto, con ciò di fatto introducendo il voto capitario. In tal caso, lo statuto determinerebbe la rinuncia al principio capitalistico della ripartizione dei poteri amministrativi fra i soci proprio delle società per azioni. Tuttavia, si argomenta, se si parte dalla legittimità di principio delle limitazioni statutarie al diritto di voto, è logico dedurre la legittimità anche di limiti siffatti.

Limiti al diritto di voto possono essere determinati anche con riferimento ad alcune deliberazioni assembleari soltanto. Ad esempio, è possibile fissare tetti al diritto di voto degli azionisti relativamente a deliberazioni fondamentali, quali quelle di modificazione dello statuto, di approvazione di contratti di impresa, di trasferimento dell'intero patrimonio sociale. Per assecondare una determinata organizzazione sociale, possono porsi limiti al diritto di voto in sede di nomina dei membri del consiglio di sorveglianza ovvero escludere l'applicazione dei limiti al diritto di voto altrimenti previsti alle delibere di nomina dei suddetti membri.

Ai sensi del *Abs. 1, Satz 5*, non sono lecite previsioni statutarie che limitino ad una misura massima il potere di voto di singoli azionisti. Così, ad esempio, in una società per azioni familiare non si potrebbe prevedere che un determinato ramo della famiglia sia limitato ad una misura massima del venti per cento nell'esercizio dei suoi diritti di voto. Previsioni di tal genere, infatti, lederebbero il principio di parità di trattamento fra gli azionisti (*Gleichbehandlungsgebot*) sancito nel § 52 (a) e, secondo gli autori tedeschi, violerebbero il divieto di voto plurimo sancito nel § 12, *Abs. 2*, in quanto le limitazioni a carico di alcuni azionisti si rifletterebbero nel correlativo rafforzamento di quelli non destinatari della previsione statutaria. Viceversa, non violerebbero tali principi le limitazioni dirette a tutti gli azionisti, anche se per effetto della partecipazione da ciascuno detenuta, soltanto alcuni di essi finiscano per soffrire una decurtazione del loro potere di voto.

Sono dalla quasi unanimità degli autori tedeschi considerate lecite limitazioni al diritto di voto incidenti solo su azioni di determinate categorie³⁰¹. La principale

³⁰¹ Contrario ad una tale possibilità è W. Zöllner, cit. *supra* alla nota 136, *Rdn.* 46, in quanto la società si esporrebbe al rischio di essere governata da una minoranza. Questo argomento non è però generalmente considerato persuasivo alla

argomentazione a sostegno di questo assunto deriva dalla storia del progetto governativo della legge azionaria tedesca del 1965. Mentre, infatti, il progetto iniziale prevedeva un divieto di introdurre limiti in relazione ad alcune categorie di azioni soltanto, questo divieto venne successivamente cancellato su suggerimento della commissione consultiva.

La determinazione statutaria di limiti al diritto di voto non comporta la creazione di una categoria speciale di azioni. Il *Höchststimmrecht* non riduce i diritti legati alle azioni, ma piuttosto è “personenbezogen und deshalb durch die Zusammenballung einer bestimmten Anzahl von Aktien in einer Hand bedingt”, secondo quanto ha affermato il *Bundesgerichtshof* nella nota decisione del 19 dicembre 1977 relativa al caso “Mannesmann”³⁰². La limitazione del diritto di voto non si riflette sull’azione, come prevede il § 11, *Satz 2*, per la nozione di categoria speciale, bensì sulla persona dell’azionista, la cui proprietà azionaria ecceda una determinata soglia. Nemmeno in relazione ai titolari di azioni non incisi dalla misura statutaria può dirsi creata una nuova categoria di azioni, benché questi vedano il potere di voto sostanzialmente accresciuto. Questi azionisti, infatti, godono di un beneficio che deriva loro indirettamente e non di un diritto legato alle proprie azioni. Le limitazioni al diritto di voto, infatti, operano fintanto che l’azionista si trova nella condizione (titolarità di una quota azionaria superiore ad una determinata soglia) sancita per la loro efficacia. Il medesimo azionista sarebbe libero di sottrarsi agli effetti della previsione alienando ad un terzo la propria quota eccedente.

L’efficacia dei limiti statuari al diritto di voto potrebbe essere facilmente elusa, mediante l’intestazione fiduciaria di parte delle azioni ad un terzo che agisca per conto del fiduciante ovvero mediante il frazionamento dell’ammontare complessivo delle azioni e concessione della relativa procura a votare a diversi rappresentanti. Queste pratiche sarebbero considerate irregolari alla luce del § 405, *Abs. 3, Nr. 5* ma non facilmente accertabili, attesi la difficoltà di provare l’intento elusivo e i limitati rischi patrimoniali in cui incorrerebbe l’azionista di cui fosse accertata la manovra fraudolenta. Aggiramenti della disciplina possono tuttavia essere impediti attraverso apposite previsioni statutarie che attribuiscono all’azionista determinate partecipazioni in mano a terzi senza far dipendere tale attribuzione dalla prova di un intento elusivo. A ciò deve comunque provvedere lo statuto, non potendo supplire in materia la legge.

Lo statuto può determinare che le azioni che appartengano ad un altro per conto dell’azionista siano imputate a quest’ultimo per questi effetti. Lo statuto può altresì

luce della possibilità di emettere azioni privilegiate prive del diritto di voto per un controvalore pari alla metà del capitale sociale.

³⁰² In *BGHZ*, 70, p. 117 ss., a p. 123.

prevedere, per l'ipotesi che l'azionista sia un'impresa, che a questa siano imputate azioni che appartengano ad una impresa da essa controllata o che la controlla o ad un'impresa ad essa legata da rapporti di gruppo o ad un terzo per conto di quell'impresa (*Abs. 1, Satz 4*). Tra le imprese in proposito deve esistere o un "Abhängigkeitsverhältnis" o un "Konzernverhältnis".

Da alcuno si è fatto riferimento ai principi generali per sostenere che ad un azionista possono essere imputati i voti di un terzo anche senza apposite previsioni statutarie se nella singola circostanza sia riscontrabile un aggiramento della clausola di limitazione del diritto di voto³⁰³. Altri autori non concordano in quanto il legislatore avrebbe già previsto le fattispecie tipiche di elusione e avrebbe disposto in modo tale da consentire allo statuto di chiudere la via alla loro efficacia. Se mancasse una previsione statutaria apposita, sarebbe proibito procedere ad una espansione dei meccanismi di protezione appoggiandosi ai principi generali³⁰⁴. In quest'ottica, lo statuto non potrebbe nemmeno inserire disposizioni anti elusione ulteriori rispetto a quelle tipizzate, in quanto le disposizioni del *Abs. 1, Satz 3 e 4* sarebbero di chiusura.

Sul concetto di detenzione (di azioni) per conto altrui, che compare peraltro in svariate disposizioni della legge azionaria tedesca così come del codice di commercio, si è soffermata la giurisprudenza rilevando che ai sensi del § 134, *Abs. 1*, un terzo detiene azioni per conto di un'impresa, quando l'impresa, nella sostanza, sopporta i rischi e beneficia delle opportunità derivanti dalla partecipazione³⁰⁵. Lo statuto può stabilire che, per quanto concerne il diritto di voto, le azioni siano imputate a colui che sopporta il rischio economico ("Verlustisiko")³⁰⁶. Sopporta questo rischio chi si è impegnato a pagare il terzo; chi ha concesso al terzo un'opzione di vendita a un prezzo che tiene quest'ultimo indenne dal rischio economico di una perdita di valore; chi ha ottenuto dal terzo un'opzione d'acquisto pagando un prezzo tale da rendere economicamente irragionevole il non esercizio dell'opzione; chi è legato come datore dell'opzione al beneficiario dell'opzione nell'esercizio del diritto di voto. L'architettura di queste operazioni renderebbe evidente lo scopo elusivo.

Al contrario, non rappresenterebbe un aggiramento la semplice esistenza di un sindacato di voto, anche qualora questo preveda sanzioni a carico dell'azionista che impediscano di fatto allo stesso di non conformarsi alle direttive di voto del sindacato. Se

³⁰³ In tal senso si esprimono W. Zöllner, cit. *supra* alla nota 136, *Rdn.* 42 e U. Hüffer, cit. *supra* alla nota 136, *Rdn.* 12.

³⁰⁴ V. K. Martens, *Stimmrechtsbeschränkung und Stimmbindungsvertrag im Aktienrecht*, in *AG*, 1993, p. 495 ss., a p. 498.

³⁰⁵ Landgericht Hannover, in *ZfP*, 1992, 1236 ss., a p. 1239.

³⁰⁶ K. Martens, cit. *supra* alla nota 304, p. 500.

la sussistenza di un sindacato di voto possa essere regolata nello statuto come fattispecie di imputazione delle azioni, è fra gli autori tedeschi controverso³⁰⁷.

Se lo statuto contiene disposizioni che determinano l'imputazione ad un socio di azioni detenute da altri, sulle azioni incise da tali disposizioni non può essere esercitato il diritto di voto. Il rapporto giuridico che sta alla base del trasferimento rimane irrilevante. Parimenti rimangono privi di rilievo l'intento elusivo o qualunque altro scopo sotteso al trasferimento.

Per "Unternehmen" deve intendersi ogni azionista che, senza riguardo alla sua forma giuridica, attraverso la sua partecipazione alla società persegua altri interessi economici, così da fondare il pericolo che egli eserciti la sua influenza partecipativa sulla società a detrimento della stessa o, detto altrimenti, dia preferenza ai propri interessi rispetto a quelli della società. Solo se questa condizione soggettiva è rispettata, può lo statuto intervenire sull'imputazione delle azioni che appartengono ad un'altra impresa o a un terzo per conto di quella. A ciò si deve aggiungere che l'altra impresa sia controllata dall'azionista o lo controlli o sia a questo legata da rapporti di gruppo. Non è sufficiente una semplice partecipazione di maggioranza in un'altra impresa (o l'opposto) ai sensi del § 16³⁰⁸. Deve trattarsi di una "Abhängigkeit" ai sensi del § 17 (relativamente alla quale, la presunzione del § 17, *Abs.* 2 deve essere fondata, almeno attraverso un *Entherrschungsvertrag*) o di una relazione di gruppo ai sensi del § 18. La sussistenza di altre relazioni fra imprese, che non rientrino fra quelle indicate nel *Abs.* 1, *Satz* 4, non rileva³⁰⁹.

Il meccanismo dell'imputazione colpisce sempre più (almeno due) azionisti. Ai fini dell'efficacia della limitazione statutaria all'esercizio del diritto di voto, i loro voti vengono presi in considerazione insieme. Se sono stati espressi più voti del consentito, i voti in eccedenza vengono annullati. Ciò non costituisce problema, quando tutti i voti sono stati esercitati nella medesima direzione. Altrimenti, gli azionisti interessati devono concordare i voti da conteggiarsi. Qualora non si raggiunga un accordo, spetta al presidente dell'assemblea il potere di ridurre proporzionalmente i voti degli azionisti interessati, cosicché il numero complessivo dei voti presi in considerazione non sopravanzi il tetto massimo. Non sarebbe ammissibile conteggiare pienamente i voti di un

³⁰⁷ *Ivi*, p. 501 s.

³⁰⁸ U. Hüffer, cit. *supra* alla nota 136, *Rdn.* 11; W. Zöllner, cit. *supra* alla nota 136, *Rdn.* 44.

³⁰⁹ U. Hüffer, cit. *supra* alla nota 136, *Rdn.* 11; W. Zöllner, cit. *supra* alla nota 136, *Rdn.* 44.

azionista ed escludere dal conteggio quelli dell'altro o degli altri azionisti, in quanto ne potrebbe risultare falsato il risultato della votazione³¹⁰.

I limiti statuari al diritto di voto possono essere inseriti nello statuto sia all'atto di costituzione della società che successivamente, mediante apposita modificazione statutaria. Secondo la dottrina e la giurisprudenza dominanti in Germania, non è necessario, ai fini dell'approvazione della delibera di introduzione di *Stimmrechtsbeschränkungen*, il consenso degli azionisti, la cui partecipazione con diritto di voto al capitale sociale, superando l'ammontare massimo della quota con diritto di voto fissato nella deliberazione di modifica statutaria, viene direttamente incisa dalla nuova clausola statutaria³¹¹. L'invocazione del § 35 BGB non sarebbe pertinente sotto un duplice aspetto. Da un lato, infatti, il diritto di voto, come diritto di amministrazione incorporato in ogni azione, non sarebbe un *Sonderrecht*; dall'altro, il diritto di voto, attraverso una sua circoscrizione ad una misura massima della partecipazione sociale, non soffrirebbe una vera e propria lesione, quanto piuttosto una limitazione nel suo solo esercizio. All'obiezione che la modificazione nel corso della vita sociale del criterio di quantificazione dei diritti di voto costituirebbe una violazione, a carico degli azionisti direttamente incisi e dissenzienti, della *Gleichbehandlung* (§ 53 a), si risponde, con la giurisprudenza³¹², che occorre tenere a mente che, alla luce delle disposizioni di legge sulla legittimità delle limitazioni statuarie al diritto di voto, la proprietà azionaria sarebbe in sé fin dall'inizio gravata dall'eventualità di subire, anche contro la volontà di singoli soci e per effetto del semplice consenso della maggioranza, un mutamento nel criterio di assegnazione dei diritti di voto³¹³.

Altro deve dirsi, invece, quando limiti al diritto di voto siano introdotti con riguardo ad una sola categoria di azioni. Poiché nel confronto con le altre categorie, la categoria interessata risulterebbe negativamente affetta dalla misura, si richiede che gli azionisti di questa approvino la clausola con una maggioranza dei tre quarti del capitale sociale³¹⁴, pur non essendo necessario il voto favorevole di tutti gli azionisti "colpiti" dalla misura. Anche in questa circostanza, la legge non consente una deviazione dall'osservanza di un

³¹⁰ B. Kropff, J. Semler, *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, München, 2004, *sub* § 134, *Rdn.* 21, p. 554 ss., a p. 561.

³¹¹ Per tutti, U. Hüffer, *cit. supra* alla nota 136, *Rdn.* 8. In giurisprudenza, OLG Düsseldorf, in *AG*, 1976, p. 215 ss., confermata dalla fondamentale e già citata sentenza del *Bundesgerichtshof* del '77, che ha sostenuto la legittimità costituzionale del § 134, *Abs.* 1, *Satz* 2-4; OLG Celle, in *AG* 1993, p. 181 ss., a p. 183. Di contrario avviso sono, in dottrina, U. Immenga, *Grenzen einer nachträglichen Einführung von Stimmrechtsbeschränkungen*, in *BB*, 1975, p. 1042 ss., *passim*, e W. Zöllner, *cit. supra* alla nota 136, *Rdn.* 48.

³¹² In BGHZ 70, p. 117 ss., a p. 126.

³¹³ B. Kropff, J. Semler, *cit. supra* alla nota 310, *Rdn.* 22, p. 561.

³¹⁴ Ai sensi del § 179, *Abs.* 3, *Satz* 3, in combinazione con il *Abs.* 2, *Satz* 1.

diritto naturale del singolo azionista, quanto piuttosto da una prerogativa della categoria, sulla quale questa può decidere a maggioranza qualificata.

La deliberazione di introduzione dei limiti al voto non necessita di alcuna particolare giustificazione. La partecipazione ad un'organizzazione corporativa come quella della società per azioni porta con sé, come conseguenza, anche l'eventualità che l'azionista debba accettare, entro certi limiti, un tal genere di interventi sul suo *Mitgliedschaftsrecht*, che nelle singole circostanze si ripercuotono su di lui con maggior gravosità di quanto non facciano su altri azionisti, qualora una maggioranza sufficientemente ampia ritenga che ciò sia nell'interesse della società in generale³¹⁵. Il legislatore avrebbe già da sé ponderato il potenziale conflitto nascente fra gli interessi della società e quelli dei singoli azionisti colpiti e, nel consentire l'inserimento successivo di limiti massimi al numero dei voti disponibili da parte del singolo azionista, avrebbe mostrato predilezione per gli interessi dell'impresa³¹⁶.

Nel diritto tedesco, i limiti al diritto di voto spiegano pienamente la loro efficacia quando, per l'approvazione delle deliberazioni, è richiesta soltanto la maggioranza semplice o assoluta. Per l'approvazione di alcune deliberazioni, tuttavia, visto il loro particolare significato, la legge richiede il consenso non solo della semplice maggioranza dei votanti ma di un numero di azionisti che rappresentino una determinata aliquota del capitale intervenuto in assemblea. In occasione di queste deliberazioni, ai fini dell'accertamento del raggiungimento della semplice maggioranza, i voti eccedenti la soglia massima prefissata vengono espunti. Ai fini del calcolo del quorum della *Kapitalmehrheit*, tuttavia, gli *Stimmrechtsbeschränkungen* non si prendono in considerazione (*Abs. 1, Satz 6*). Per la determinazione della presenza in assemblea, così come per l'accertamento del risultato del voto, le partecipazioni degli azionisti che soggiacciono a *Höchststimmrechte* vengono pienamente conteggiate. Ciò significa, in sostanza, che se un azionista detiene più del venticinque per cento del capitale con diritto di voto, egli potrà impedire, intervenendo in assemblea e votando a sfavore, l'adozione di tutte quelle deliberazioni che richiedono il voto favorevole di tanti soci che rappresentino almeno i tre quarti del capitale intervenuto in assemblea. Tale azionista, quindi, pur disponendo di un numero di voti limitato e non corrispondente alla quota di capitale detenuta continua a rappresentare quella aliquota di capitale ogniqualvolta si tratti di approvare una deliberazione che per legge o per statuto richiede una maggioranza di

³¹⁵ In BGHZ 33, p. 175 ss., a p. 186 e *ivi*, 70, p. 117 ss., a p. 121.

³¹⁶ Così B. Kropff, J. Semler, cit. *supra* alla nota 310, *Rdn.* 24, p. 561s. e, in giurisprudenza, v. la pronuncia riportata in BGHZ 71, p. 41 ss., a p. 45, "Kali und Salz".

capitale e potrà pertanto opporsi con successo se detiene una partecipazione di capitale sufficientemente significativa da far venir meno il quorum deliberativo. Anche in presenza di limiti al voto, in definitiva, la capacità di un azionista maggioritario di esercitare una qualche influenza sull'assemblea non può dirsi esclusa. In senso analogo opera la previsione qualora l'approvazione di una deliberazione richieda il consenso di un'aliquota calcolata sul capitale con diritto di voto esistente. In tal caso, l'azionista maggioritario potrà far fallire l'assemblea non intervenendo e quindi facendo venir meno il quorum costitutivo. La non incidenza dei limiti al voto, laddove la legge o lo statuto attribuiscono rilievo al possesso di determinate percentuali di azioni, vale anche per i diritti della minoranza, i diritti, cioè, il cui esercizio è condizionato al possesso di una determinata percentuale di capitale³¹⁷.

Come si è sopra menzionato, dei voti eccedenti la misura massima statutariamente fissata per ciascun socio non si deve tenere conto. Se, ciò nonostante, tali voti vengono conteggiati per l'accertamento del risultato della votazione, la deliberazione assembleare che ne consegue è impugnabile ai sensi del § 243, *Abs.* 1, e coloro che hanno preso parte al comportamento illegittimo si espongono a responsabilità per risarcimento dei danni cagionati alla società³¹⁸.

Anche la legge azionaria austriaca (*Aktiengesetz* 1965), che costituisce una versione lievemente emendata della legge azionaria tedesca del 1937³¹⁹, consente la limitazione statutaria dei diritti di voto degli azionisti. Il § 114(1) consente di porre un limite massimo al numero di voti a disposizione del singolo socio o di graduarlo in funzione dell'ammontare della partecipazione ("voto scalare"). Pare, tuttavia, che il ricorso a tali clausole negli statuti delle società per azioni austriache sia raro³²⁰.

2. Tipologia di clausole statutarie che limitano i diritti di voto degli azionisti.

Le clausole statutarie che pongono un limite al potere di voto possono distinguersi a seconda del criterio utilizzato per identificare tale limite.

³¹⁷ Begr. RegE Kropff S. 192.

³¹⁸ V. il § 405, *Abs.* 3, *Nr.* 5. Per la legge tedesca l'esercizio del diritto di voto in violazione di questa disciplina costituisce altresì una violazione amministrativa, punibile con una sanzione pecuniaria (§ 405, *Abs.* 5) che si ritiene applicabile parimenti a colui che cede ad un terzo i diritti di voto per consentirne l'esercizio così come a colui che riceve e si avvale delle azioni per esercitarne i diritti di voto incorporati.

³¹⁹ Cfr. H. Koppensteiner, F. Rüffler, *Austria*, in *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, cit. *supra* alla nota 147, p. 11 ss., a p. 1.

³²⁰ Così H. Koppensteiner, F. Rüffler, cit. *supra* alla nota 319, p. 11, ove alla nota 77 si cita un'analisi condotta da un autore austriaco nel 1985 su duecento statuti che, fra l'altro, evidenziava come nessuno di questi contenesse clausole del genere.

Possono darsi clausole che fissano una quota massima di voti che il singolo azionista ha il potere di esprimere, calcolata in percentuale sulla totalità dei voti che sono suscettibili di essere espressi in ciascuna assemblea³²¹ oppure calcolata sull'ammontare del capitale intervenuto in ciascuna assemblea³²². Altra fattispecie di clausola potrebbe indicare una percentuale assoluta del capitale sociale, all'interno della quale opera il principio di proporzionalità e sopra la quale il socio è privato del diritto di voto³²³. E' immaginabile una clausola che indichi il numero massimo di voti in relazione ad una cifra assoluta di valore nominale del capitale³²⁴. Possono aversi clausole che stabiliscono in una misura fissa il numero massimo di voti che l'azionista può esprimere in proporzione al capitale azionario con diritto di voto posseduto, a prescindere dal numero dei voti espressi in generale nell'assemblea o dalla percentuale del capitale intervenuto³²⁵.

Sebbene la legge autorizzi in generale l'introduzione di limiti statuari al diritto di voto, la compatibilità delle menzionate clausole con il sistema deve essere verificata separatamente in relazione a ciascuna, eventuale, disposizione statutaria.

A) Clausole che fissano una quota massima di voti che il singolo azionista ha il potere di esprimere, calcolata in percentuale sulla totalità dei voti che sono suscettibili di essere espressi in ciascuna assemblea oppure calcolata sull'ammontare del capitale intervenuto in ciascuna assemblea.

La legittimità di una clausola di tal sorta potrebbe essere posta in discussione alla luce dell'impossibilità per i singoli soci di conoscere la reale dimensione del proprio potere di voto fintantoché l'assemblea abbia inizio e sia perciò evidente il numero di azioni con diritto di voto effettivamente intervenute. E' evidente, infatti, che minore è il numero di azioni con diritto di voto intervenute in assemblea, maggiore è l'allontanamento dal principio di proporzionalità tra potere di voto e ammontare del capitale sociale posseduto.

Si immagini una società per azioni, il cui statuto prevede che nessun azionista possa esprimere un numero di voti superiore al dieci per cento dei voti che sono suscettibili di

³²¹ E' il caso di una clausola che reciti come segue: "nessun soggetto titolare di diritti di voto, qualunque sia il numero di azioni con diritto di voto da questi possedute o rappresentate, può esprimere un numero di voti superiore al dieci per cento dei voti che sono suscettibili di essere espressi in ciascuna assemblea".

³²² Analogamente alla precedente, questa clausola reciterebbe: "nessun soggetto titolare di diritti di voto, qualunque sia il numero di azioni con diritto di voto da questi possedute o rappresentate, può esprimere un numero di voti superiore al numero di voti che possono essere espressi dal dieci per cento del capitale intervenuto in assemblea".

³²³ Una clausola del genere potrebbe sancire che: "nessun soggetto titolare di diritti di voto, qualunque sia il numero di azioni con diritto di voto da questi possedute o rappresentate, può esprimere un numero di voti superiore al numero di voti corrispondenti al dieci per cento del capitale sociale".

³²⁴ Si tratterebbe di una clausola del seguente tenore: "nessun soggetto titolare di diritti di voto, qualunque sia il numero di azioni con diritto di voto da questi possedute o rappresentate, può esprimere un numero di voti superiore al numero di voti corrispondenti a dodicimila euro di capitale sociale".

³²⁵ Si immagini una clausola così redatta: "nessun soggetto titolare di diritti di voto, qualunque sia il numero di azioni con diritto di voto da questi possedute o rappresentate, può esprimere un numero di voti superiore a 10".

essere espressi in ciascuna assemblea, abbia un capitale sociale pari a euro 1.000.000 e un numero di azioni con diritto di voto emesse pari a 1.000. Un socio A possiede 300 azioni e i restanti soci possiedono ciascuno 50 azioni. Se in assemblea intervenissero tutti i soci con la totalità delle azioni a disposizione e pertanto il numero di voti che potesse essere espresso fosse pari a cento, l'operatività del limite inciderebbe soltanto sul socio A, che potrebbe esprimere soltanto 100 voti in luogo di trecento. Per i restanti soci si applicherebbe senza deviazioni il principio un'azione, un voto e quindi ciascuno disporrebbe di 50 voti.

Se, però, in assemblea intervenissero soltanto il socio A e quattro dei soci che possiedono 50 azioni ciascuno, il potere di voto del socio A diminuirebbe considerevolmente. Accadrebbe infatti che il numero di voti che potrebbe essere espresso sarebbe pari a 500 e pertanto il socio A avrebbe a disposizione cinquanta voti mentre ciascuno degli altri azionisti continuerebbe a poter esprimere in pieno il proprio potere di voto (pari a 50 voti). Come si può constatare l'intervento di una sola metà del numero di azioni emesse comporterebbe, in una società del genere indicato, una riduzione della metà del potere di voto del socio A.

Infine, se in assemblea intervenissero soltanto il socio A ed uno dei restanti soci (assumendo per ipotesi che l'assemblea ordinaria di prima convocazione non si sia validamente formata per mancanza del quorum costitutivo), essendo il numero totale dei voti suscettibile di essere manifestato pari a 350, tanto il socio A quanto l'altro socio conterebbero su 35 voti ciascuno. Si configurerebbe un'ulteriore marcata riduzione del potere di voto dell'azionista A.

L'incertezza aumenterebbe ulteriormente se la clausola statutaria ponesse un limite di voto calcolato sulla base dei voti effettivamente espressi, con scomputo dei voti non esercitati per effetto di astensione. In tal caso il singolo socio votante conoscerebbe la propria forza di voto soltanto al termine della votazione.

La legittimità di clausole del genere parrebbe quindi dubbia in considerazione del fatto che il potere di voto di ciascun azionista sarebbe condizionato, nel suo pratico

esercizio, dal comportamento degli altri soci³²⁶ e sarebbe di fatto indeterminato nell'ammontare sino al calcolo in assemblea del capitale con diritto di voto intervenuto³²⁷.

Tuttavia, la disciplina del diritto di voto dei soci e dei possessori di strumenti finanziari di società cooperative depone nel senso del riconoscimento dell'ammissibilità di una tale clausola. L'art. 2526, secondo comma, c.c., prevede che ai possessori di strumenti finanziari non possa essere attribuito più di un terzo dei voti spettanti all'insieme dei soci presenti ovvero rappresentati in ciascuna assemblea generale. Analogamente, l'art. 2538, quarto comma, c.c., consente, nelle cooperative in cui lo scopo mutualistico è realizzato dai soci mediante l'integrazione delle rispettive imprese o di alcune fasi di esse, l'attribuzione di un voto plurimo a talune categorie di soci in proporzione alla partecipazione allo scambio mutualistico, purché a nessun socio sia attribuito più di un terzo dei voti spettanti all'insieme dei soci presenti o rappresentati in ciascuna assemblea generale. Da queste disposizioni sembrerebbe potersi ricavare che l'ordinamento non accorda al socio il diritto di conoscere in via preventiva (prima, cioè, dell'inizio dei lavori assembleari) l'esatto ammontare del numero dei voti che avrà a disposizione al momento della votazione. Il sistema parrebbe pertanto offrire uno spunto significativo in favore di una valutazione di legittimità delle clausole di limitazione del potere di voto sopra menzionate, anche se attinenti a società per azioni di natura non cooperativa.

B) Clausole che limitano il potere di voto dell'azionista in base ad una percentuale calcolata sul capitale sociale.

E' probabilmente la fattispecie di clausola limitativa del diritto di voto più diffusa fra le società italiane quotate³²⁸ e, stando alle valutazioni di attenta dottrina, all'estero³²⁹.

³²⁶ Qui, come è ovvio, non si discute di una fattispecie di voto condizionato come concepita nell'art. 2351, secondo comma, c.c., ove si prevede che il diritto di voto possa essere subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Con tale articolo si consente alla società di emettere azioni che attribuiscono o meno il diritto di voto a seconda che si verifichino circostanze da indicare chiaramente nell'atto costitutivo e che non dipendano dal comportamento arbitrario dei soci.

³²⁷ Dal sistema delle disposizioni in materia di titoli azionari e strumenti finanziari, se non dalla natura stessa del rapporto contrattuale sottostante alla loro sottoscrizione, si ricava con chiarezza un principio di determinatezza dei diritti sociali in essi incorporati. L'art. 2328, secondo comma, n. 5, dispone che l'atto costitutivo indichi "il numero e l'eventuale valore nominale delle azioni, le loro caratteristiche e le modalità di emissione e circolazione" (corsivo aggiunto). Ai sensi dell'art. 2354, terzo comma, n. 5, c.c., i titoli azionari devono indicare "i diritti e gli obblighi particolari ad essi inerenti" (corsivo aggiunto). Per quanto concerne gli strumenti finanziari ammessi al sistema di gestione accentrata, anche in regime di dematerializzazione, l'art. 38, primo comma, reg. Consob 23-12-1998, n. 11768 richiede che il conto acceso presso la società di gestione accentrata in relazione a ciascuna emissione evidenzi "il tipo di strumento finanziario, il codice identificativo, la quantità emessa, il valore globale dell'emissione, il frazionamento e gli eventuali diritti connessi" (corsivo aggiunto). Come più volte evidenziato la fissazione di limiti statuari al diritto di voto non altera il contenuto della singola partecipazione azionaria ma non per questo è certo che possa sfuggire agli obblighi di determinatezza di ogni diritto derivante da previsione contrattuale. Il potere di voto sarebbe sì quantitativamente determinabile ma soltanto in funzione del comportamento delle altre parti contrattuali e per di più in un momento sostanzialmente coincidente con quello del suo stesso esercizio, o addirittura, successivo.

³²⁸ Cfr. l'art. 8 dello statuto sociale di UniCredito Italiano s.p.a.: «Nessun avente diritto al voto può esercitarlo, ad alcun titolo, per un quantitativo di azioni della Società superiore al cinque per cento del capitale sociale avente diritto di voto.

Queste disposizioni statutarie sono strutturate in modo tale da prevedere, ad esempio, che nessun azionista possa disporre di diritti di voto in misura superiore al dieci per cento del capitale sociale votante³³⁰. In tali circostanze, ciascun azionista dispone di un voto per ogni azione sino all'acquisto di un numero di azioni pari alla quota percentuale di capitale sociale fissata come limite massimo. Oltre tale soglia il potere di voto non può più crescere, nonostante la partecipazione con diritto di voto sia di ammontare superiore.

Una clausola del genere è da ritenersi certamente valida in quanto non espone l'azionista alle incertezze relativamente all'ammontare complessivo del numero di voti disponibili che pone viceversa la clausola esaminata in precedenza. Ogni azionista, infatti, può contare sul fatto che egli godrà di un numero di voti corrispondente al numero di azioni che possiede sino al raggiungimento della soglia prefissata, a prescindere dall'ammontare di capitale di volta in volta intervenuto in assemblea o dei voti di volta in volta espressi in assemblea. In definitiva, il suo potere di voto non rimane condizionato dal comportamento degli altri azionisti ed è pertanto in ogni momento esattamente quantificabile.

C) Clausole che limitano il potere di voto dell'azionista in base ad una cifra monetaria di capitale sociale.

E' il caso, ad esempio, di una clausola che stabilisca che nessun azionista può esercitare un numero di voti superiore a quello corrispondente a 100.000 euro. Anche in

A tal fine si tiene conto della partecipazione azionaria complessiva facente capo al controllante, persona fisica o giuridica o società, a tutte le controllate dirette e indirette e alle collegate; non si tiene conto, invece, delle partecipazioni azionarie incluse nel portafoglio di fondi comuni di investimento gestiti da società controllate o collegate. Il controllo ricorre, anche con riferimento a soggetti diversi dalle società, nei casi previsti dall'art. 2359, primo e secondo comma del Codice Civile. Il controllo nella forma dell'influenza dominante si considera esistente nei casi previsti dall'art. 23, secondo comma del Decreto Legislativo 1.9.1993, n. 385 (Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia). Il collegamento ricorre nei casi di cui all'art. 2359, terzo comma, C.C. Ai fini del computo della quota di possesso azionario, si tiene conto anche delle azioni detenute tramite fiduciarie c/o di interposta persona c/o di quelle per le quali il diritto di voto sia attribuito a qualsiasi titolo a soggetto diverso dal titolare. In caso di violazione delle disposizioni che precedono, la deliberazione assembleare eventualmente assunta è impugnabile ai sensi dell'art. 2377 del codice civile, se la maggioranza richiesta non sarebbe stata raggiunta senza tale violazione. Le azioni per le quali non può essere esercitato il diritto di voto sono comunque computate ai fini della regolare costituzione dell'Assemblea»; art. 13, secondo comma, dello statuto sociale di Acea s.p.a. «Ogni Socio che abbia il diritto di intervento in Assemblea può farsi rappresentare ai sensi e con le modalità di legge. Con l'eccezione del Comune di Roma o sue controllate che abbiano acquisito la qualità di socio, il diritto di voto non può essere esercitato neppure per delega in misura superiore all'8% del capitale sociale»; art. 14 dello statuto sociale di AEM Milano s.p.a. «[...] ad eccezione del Comune di Milano e dei soggetti di cui al comma sei dell'art. 9 del presente statuto nei confronti dei quali il limite al possesso azionario non opera, nessuno può esercitare il diritto di voto, né per conto proprio, né per conto di altri azionisti, per più del 5% del capitale sociale» [si noti la qualificazione in termini di limite al possesso azionario di una previsione che in realtà pone esclusivamente un limite al diritto di voto]; fra le società non quotate di rilevante interesse pubblico, v. art. di Borsa Italiana s.p.a. «Nessun soggetto titolare di diritti di voto, intervenuto o rappresentato in assemblea, può esercitare in proprio tali diritti in misura superiore al 10% del capitale avente diritto di voto»;

³²⁹ A. Recalde Castells, cit. *supra* alla nota 8, p. 98.

³³⁰ Per comodità espositiva si intende per capitale sociale quello rappresentato da azioni con diritto di voto. E' questa parte del capitale, infatti, che sarebbe presa in considerazione da clausole limitative del diritto di voto pur in presenza di una ulteriore frazione di capitale sociale rappresentata da azioni prive del diritto di voto.

questa circostanza, come nella precedente, il numero di voti a disposizione di ciascun socio dipende dal valore nominale o dal numero (se trattasi di azioni prive di valore nominale) di azioni con diritto di voto emesse. Similmente, ciascun socio è consapevole del proprio complessivo potere di voto indipendentemente dall'intervento e dal comportamento in assemblea degli altri azionisti. Conseguenze differenti, invece, si producono nelle ipotesi di aumento e riduzione del capitale sociale. In occasione di un aumento del capitale sociale con emissione di nuove azioni, che supponiamo essere sottoscritto interamente da tutti i soci, l'azionista che già detenga la misura massima di azioni con diritto di voto consentita da una clausola che ponga un tetto basato su quote percentuali non subisce alcuna decurtazione, poiché la quota percentuale di capitale sociale da questi detenuta ovviamente non cresce. Analogamente, non si verifica nessuna modifica delle quote percentuali rappresentative del capitale possedute dagli azionisti allorché si proceda ad una riduzione proporzionale del capitale sociale: ciascuno dei soci manterrà inalterato il proprio potere di voto³³¹. Se, invece, la misura massima del potere di voto viene fissata in relazione ad una cifra monetaria del capitale sociale, l'azionista che già detenga un numero di azioni di valore pari a quella cifra e che partecipi all'aumento non potrà fruire di ogni ulteriore diritto di voto che sarebbe di sua spettanza in virtù della sottoscrizione di nuove azioni, nonostante la partecipazione ad un aumento di capitale sottoscritto da tutti i soci non determini un aumento della quota percentuale da questi detenuta. Nell'ipotesi di riduzione proporzionale del capitale sociale, invece, la determinazione del limite al voto in cifra monetaria può comportare che gli azionisti che detenevano una cifra di capitale superiore a quella consentita per l'esercizio del diritto di voto siano portati a detenere la soglia indicata in statuto, così da mantenere inalterato il loro potere di voto, laddove gli azionisti che detenevano una cifra pari alla soglia indicata subirebbero una riduzione del proprio potere di voto.

In definitiva, la determinazione delle soglie di voto in cifra fissa può pregiudicare gli azionisti maggiori in sede di aumento del capitale sociale e, viceversa, avvantaggiarli in occasione di una sua riduzione.

D) Clausole che fissano il numero massimo di voti esercitabili da parte di ciascun socio.

Anche queste clausole non sollevano alcuna incertezza sull'ammontare del potere di voto spettante a ciascun socio. Ogni azionista disporrà di un voto per azione sino al

³³¹ La questione muta se esistono azioni con pari diritto di voto ma distinte in categorie speciali sotto il profilo della diversa partecipazione alle perdite. Quando le perdite incidono diversamente, può accadere che le azioni di una categoria in occasione di una riduzione del capitale vengano annullate.

raggiungimento del numero di voti indicati nella clausola, a prescindere dai voti esercitati dagli altri soci. Come nell'ipotesi di clausole che limitano il potere di voto in base ad una cifra monetaria del capitale sociale, la sottoscrizione di aumenti del capitale sociale con emissione di nuove azioni recanti diritto di voto può far incorrere il socio che già abbia raggiunto la soglia massima di voti disponibili nella negazione di ogni diritto di voto ulteriore, pur rimanendo invariata la sua quota percentuale di capitale sociale. Al contrario, una riduzione del capitale sociale mediante annullamento proporzionale di azioni avvantaggia gli azionisti che detenevano un numero di azioni con diritto di voto superiore al numero dei voti esercitabili mentre riduce il potere di voto di coloro che detenevano un numero di azioni pari alla soglia statutaria dei voti esercitabili³³².

Qualunque sia il criterio prescelto per la fissazione di un numero massimo all'esercizio dei diritti di voto, si deve rimarcare che non si produce alcuna interferenza sui diritti incorporati nelle azioni. Non si assiste né alla creazione di una nuova categoria di azioni né ad una modificazione dei diritti in esse incorporati. Questo dato induce a svalutare la portata di limiti statuari al diritto di voto sulla disciplina dell'autorizzazione all'acquisto di partecipazioni rilevanti nelle società a statuto speciale del settore, in particolare, bancario e finanziario. La disciplina delle autorizzazioni all'acquisto di partecipazioni rilevanti è finalizzata ad impedire che la gestione sana e prudente della società possa essere posta in pericolo da soci che acquisiscano un rilevante peso deliberativo. Potrebbe perciò sostenersi che laddove lo statuto ponga come soglia massima per l'esercizio del diritto di voto la quota di capitale con diritto di voto indicata dalla legislazione speciale, vengano meno i presupposti per l'applicazione delle disposizioni in materia. Innanzitutto la lettera delle disposizioni di legislazione speciale è sufficientemente chiara nell'indicare, quale presupposto per la richiesta dell'autorizzazione, l'acquisto di partecipazioni con diritto di voto per un ammontare superiore alla soglia prefissata e l'esistenza di limiti statuari non altera le caratteristiche oggettive di alcuna partecipazione azionaria con diritto di voto. Già quindi il dato formale pare insuperabile. In ogni caso, militano in tal senso argomentazioni sostanziali. Il potere dato alle Autorità di vigilanza presiede alla tutela di interessi pubblici, non disponibili da parte della società bancaria o dei suoi soci. Viceversa, di fronte a limitazioni statuarie al diritto di voto, laddove il presidente dell'assemblea non espungesse dal computo finale i voti in eccesso e nessun socio proponesse impugnazione, la deliberazione rimarrebbe

³³² Nessuna conseguenza in termini di differente quantificazione del potere di voto degli azionisti si verificherebbe, invece, se la riduzione del capitale avvenisse mediante una riduzione proporzionale del valore nominale di tutte le azioni con diritto di voto.

inoppugnabile, anche se pregiudizievole per la sana e prudente gestione della banca o della sim. Né l'autorità di vigilanza avrebbe legittimazione ad impugnare per violazione di norme statutarie. In definitiva, la disciplina delle partecipazioni rilevanti verrebbe completamente privatizzata, senza alcuna garanzia di salvaguardia da parte delle società degli interessi pubblici che rilevano nell'esercizio dell'attività bancaria e finanziaria.

3. *Sul voto capitario.*

Ci si interroga se sia ammissibile l'introduzione di una clausola limitativa del diritto di voto ai sensi dell'art. 2351, terzo comma, che arrivi ad attribuire a ciascun socio titolare di azioni con diritto di voto un solo voto, a prescindere dal numero di azioni possedute. In tal modo si disapplicherebbe del tutto la regola capitalistica della proporzionalità fra potere di voto e ammontare dell'investimento e si finirebbe per accogliere il modello partecipativo proprio delle società cooperative per il quale ciascun socio persona fisica può disporre di un solo voto.

La neutralizzazione del principio capitalistico porterebbe alla massima valorizzazione della persona del socio, il cui potere di intervento nella conduzione della società sarebbe identico a quello di ogni altro socio e del tutto svincolato dall'ammontare della singola partecipazione. L'interrogativo verte sul se l'autonomia statutaria possa sovvertire sino a questo estremo il modello partecipativo di tipo capitalistico della società per azioni.

Secondo parte della dottrina che ha affrontato direttamente la questione, l'introduzione del voto capitario non sarebbe ammissibile perché non sarebbe lecita una commisurazione del voto alla persona del socio a dispetto delle regole capitalistiche³³³.

Questo orientamento non convince³³⁴, innanzitutto, per il rilievo che, per raggiungere effetti sostanzialmente analoghi a quelli del voto capitario, basterebbe semplicemente adottare una previsione che si limitasse a fissare nel numero massimo di due o tre i voti esercitabili da ciascun socio, consentendo così di sfuggire alle critiche di una indebita "cooperativizzazione" della società per azioni contrastante con il tipo società per azioni e le sue regole capitalistiche. Non si comprende, infatti, quale differenza apprezzabile intercorrerebbe fra l'introduzione del voto capitario e l'introduzione di un tetto ai diritti di voto che consentisse l'espressione al massimo di due o tre voti dal punto di vista del

³³³ V. L. Calvosa, cit. *supra* alla nota 61, p. 196. Cfr. anche A.M. Tobio Rivas, *Limitaciones de los derechos de asistencia y voto del accionista*, p. 183 e I. Guyon, *Droit des affaires*, t. 1, *Droit commercial général et sociétés*, 10^e éd., Paris, 1998, sub n. 307, a p. 311, che reputa il principio capitalistico un'azione, un voto un principio di «*ordre public*» non alterabile con una regola che sancisca un azionista, un voto.

³³⁴ Conf., V. Santoro, cit. *supra* alla nota 74, p. 151 s.

rispetto della regola capitalistica³³⁵. Se poi se ne volesse affermare ugualmente l'illegittimità, non sarebbe comunque agevole individuare, in assenza di una qualunque previsione normativa, il numero minimo di voti da mantenere correlati al rispetto del principio di proporzionalità. La scelta da parte dell'interprete di una qualunque soglia avrebbe immancabilmente il carattere dell'arbitrarietà.

A prescindere da queste considerazioni di ordine, più che altro, logico, non si comprende per quale ragione si difenda l'opportunità di limiti statuari al diritto di voto, affermandone la capacità di promuovere una democrazia azionaria, e non se ne voglia poi accettare un'applicazione in misura tale da elevare al massimo il grado di "democraticità" all'interno della società.

In merito alla cancellazione della regola capitalistica, si potrebbe replicare che proprio l'esistenza di questa regola, come attributo qualificante del tipo società per azioni, sia oggi revocabile in dubbio, perlomeno nei termini in cui è stata tradizionalmente concepita, al cospetto di tutte le possibilità che la legge concede di deviare dal principio di un'azione, un voto. Per invocare il principio di proporzionalità al fine di dedurre l'invalidità di determinate clausole occorrerebbe prima verificare l'esistenza stessa del principio e il suo tasso di imperatività. Alla luce della disciplina attuale, vi sono forti perplessità sulla legittimità di operazioni interpretative volte a restringere gli spazi dell'autonomia statutaria in forza di un preteso modello partecipativo inderogabile³³⁶.

In ogni caso, non sembra che l'adozione del voto capitario determini un'alterazione del tipo società per azioni, nel senso di un suo "inquinamento" con caratteristiche proprie ed esclusive della cooperativa per azioni³³⁷. L'attuale disciplina della società per azioni

³³⁵ Il punto è sottolineato da W. Zöllner, cit. *supra* alla nota 136, *Rdn.* 29 e A. Recalde Castells, cit. *supra* alla nota 8, p. 79 s.

³³⁶ Nota, infatti, A. Recalde Castells, cit. *supra* alla nota 8, p. 79 s., che l'affermazione della regola della proporzionalità come "principio configuratore" della società anonima incontra un limite nelle norme che stabiliscono eccezioni al medesimo e, fra queste, quella (che in Spagna è posta dall'art. 105.2 della legge sulle società anonime) che autorizza la fissazione di limiti al voto. In secondo luogo, la negazione del voto per testa sulla base della sola argomentazione del carattere capitalistico della società per azioni peccherebbe di eccessivo formalismo perché non si armonizzerebbe con le disposizioni che consentono, appunto, la riduzione degli aspetti capitalistici dell'organizzazione in favore di quelli personalistici. Se, infatti, lo stesso legislatore ha posto disposizioni che consentono la valorizzazione di elementi personalistici senza che questo valga ad alterare la causa tipica della società per azioni, non si comprende sulla base di quale valida argomentazione dovrebbe ritenersi vietata una clausola che sancisca il voto per testa e, invece, valida una clausola che ponga un tetto di cinque voti anche quando fra i soci di una società a ristretta base azionaria ve ne sia uno titolare di una partecipazione maggioritaria.

³³⁷ Per l'illicittà di disposizioni statuarie che "che pretendano di instaurare nella società per azioni regimi uguali o simili a quelli che il diritto scritto contempla per la cooperativa", v. P. Spada, *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, I, p. 95 ss., a p. 125; il medesimo Autore, in *Autorità e libertà nel diritto delle società per azioni*, ivi, 1996, I, p. 703 ss., a p. 716 s., indica fra le clausole che derogherebbero ad elementi tipologici essenziali della società per azioni la clausola che prevedesse il voto per testa. Anche G. Oppo, *Le banche di credito cooperativo tra mutualità, lucratività e «economia sociale»*, in *Riv. dir. civ.*, II, 1996 p. 463 ss., a p. 468 s., sostiene che nelle società non ispirate a scopi mutualistici non si possa adottare come regola di partecipazione democratica quella del voto capitario ma ci si debba attenere a quella che esige parità fra potere, investimento e rischio. Viceversa, R. Costi, *La*

consente all'autonomia statutaria di costruire società in cui, in effetti, la persona del socio possa assumere carattere preminente, come emerge, in particolare, dalla possibilità di porre un divieto (a durata limitata ma non irrilevante) di cessione delle azioni, di subordinare il loro trasferimento al rispetto di particolari condizioni o al gradimento, anche mero, di organi sociali o di altri soci (art. 2355, c.c.), da un lato e, dall'altro, dalla possibilità di emissione di strumenti finanziari portatori di diritti patrimoniali ed eventualmente amministrativi (escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti) a favore di soci e terzi a fronte dell'apporto anche di opere o di servizi (art. 2346, sesto comma, c.c.)³³⁸. L'elemento personalistico, pertanto, costituisce un dato che può essere inequivocabilmente valorizzato dall'autonomia statutaria anche all'interno delle società per azioni e non solo nelle società a responsabilità limitata. Alla luce di queste considerazioni, diventa complessa e forse vana la ricerca degli aspetti inviolabili del tipo società per azioni sotto il profilo della considerazione (eccessiva) della persona del socio, quando non ci si trovi, ovviamente, in presenza di un'alterazione della struttura organizzativa, composta di organi a competenze predefinite e sottoposti a regole procedurali inderogabili, della società per azioni, che rimane certamente inammissibile. Per queste ragioni non convince la tesi che l'adozione del voto capitaro nella moderna società per azioni costituisca una violazione del tipo e un'indebita soppressione della regola capitalistica³³⁹.

A ciò si aggiunga che che nelle Sicav i possessori di azioni al portatore hanno diritto di esprimere un solo voto, qualunque sia il numero di azioni detenute (art. 45, quarto comma, t.u.f.). In questa sede, il voto capitaro è imposto dalla legge. La motivazione risiede probabilmente nella volontà di prevenire il rischio di un'eccessiva instabilità degli assetti di controllo di una società autorizzata a svolgere un'attività di interesse pubblico.

cooperazione di credito nel quadro della riforma della legislazione cooperativistica, in *La riforma della legislazione sulle cooperative*. Atti del Convegno di studio sulla riforma delle società cooperative (Ancona 10-11 marzo 1978) a cura di Bucci e Cerrai, Milano, 1979, p. 341 ss, alle p. 347 s., afferma che possano costituirsi società con "i tratti essenziali delle società cooperative a scopo mutualistico senza perseguire quest'ultimo scopo" e che, in particolare, il voto capitaro, "se non realizza di fatto una democrazia societaria, consente tuttavia una maggior dialettica sociale e apre alla tecnostuttura la possibilità di un contributo gestionale emancipato e non altrettanto facile nell'ambito dell'organizzazione tipica delle società di capitali".

³³⁸ La riforma del diritto societario ha inoltre mantenuto salva la possibilità di emissione di azioni alle quali sia connesso un obbligo di prestazioni accessorie non consistenti in denaro a carico del socio, non trasferibili senza il consenso degli amministratori e il cui obbligo di prestazione accessoria non è modificabile senza il consenso di tutti i soci (art. 2345, c.c.). Sulla possibilità di valorizzazione dell'*intuitus personae* già nell'ambito della disciplina previgente delle società per azioni, v. A. Musso, cit. *supra* alla nota 210, p. 11 ss.

³³⁹ Del resto la stessa L. Calvosa, cit. *supra* alla nota 61, p. 194, afferma che "[l]a società per azioni con limiti al possesso azionario o con limiti al diritto di voto non soltanto è e rimane una società per azioni sul piano causale, ma è e rimane tale anche sul piano organizzativo, che continua ad essere incentrato sulla regola capitalistica maggioritaria". Per l'affermazione che "il drastico calo del tasso di imperatività delle società chiuse si dovrebbe coordinare in qualche modo con una simmetrica riduzione del tasso di tipicità, comunque questo venga inteso, e cioè sia sotto il profilo funzionale, sia sotto il profilo organizzativo", v. F. d'Alessandro, cit. *supra* alla nota 201, p. 40.

Al fine, infatti, di agevolare la nascita e diffusione di questo tipo di società d'investimento, l'ordinamento non ha posto alcun limite quantitativo all'emissione di azioni al portatore né alla loro libertà di circolazione. Né è prevista la possibilità di introdurre per via statutaria limiti all'emissione o vincoli di intrasferibilità a carico delle azioni al portatore (arg. ex art. 45, comma 6, lett. a) e b), che viceversa autorizzano lo statuto della Sicav a prevedere limiti all'emissione e particolari vincoli di intrasferibilità per le azioni nominative). La regola un'azione, un voto si applica pertanto alle sole azioni nominative, che prevedono l'identificazione del titolare e delle quali appunto possono essere limitati l'ammontare complessivo e la libertà di circolazione, a garanzia di una maggiore stabilità degli assetti di controllo e della possibilità per le Autorità di vigilanza di esercitare i poteri di controllo previsti dalla legge (artt. 14 e 15, t.u.f.).

Sebbene dal voto capitario previsto per i possessori di azioni al portatore emesse da Sicav non si possa desumere con certezza una legalizzazione generalizzata del voto per testa nelle società per azioni, la disciplina appena considerata pare offrire uno spunto degno di nota per suffragare, unitamente alle altre ragioni sopra menzionate, la legittimità del voto capitario nelle società per azioni.

In definitiva, anche il voto capitario costituisce, a seguito della riforma del diritto societario, un'ulteriore opzione fra il ventaglio di possibilità relative all'allocatione dei diritti di voto all'interno di una società per azioni di tipo non cooperativo³⁴⁰.

4. *Limiti al diritto di voto e quorum assembleari.*

Il funzionamento dei limiti statuari al diritto di voto deve essere posto a confronto con le disposizioni in materia di quorum costitutivi e deliberativi assembleari. Dalle fattispecie di maggioranze richieste dalle disposizioni degli artt. 2368 c.c. e ss. per la valida costituzione dell'assemblea e per l'approvazione delle deliberazioni dipende l'efficacia in concreto delle restrizioni al diritto di voto.

Nel nostro ordinamento, affinché una deliberazione ottenga approvazione, è necessario innanzi tutto che all'assemblea con la proposta di delibera all'ordine del giorno partecipi un numero di soci che rappresenti quella quota di capitale sociale con diritto di voto variamente modulata dagli artt. 2368 ss. in ragione del carattere ordinario ovvero

³⁴⁰ Non sembrano avere dubbi sulla legittimità del voto capitario nelle *close corporations*, anche alla luce di pronunce giudiziali, F.H. O'Neal & R.B. Thompson, cit. *supra* alla nota 127, *sub* § 3.16, p. 26, che tuttavia sottolineano che una clausola siffatta avrebbe maggiori probabilità di resistere ad un sindacato giudiziale se combinata con clausole che pongano restrizioni al trasferimento di azioni al di fuori della cerchia dei soci fondatori.

straordinario dell'assemblea, delle convocazioni (prima, seconda, terza e seguenti) dell'adunanza nonché del particolare oggetto di alcune deliberazioni.

L'inserimento di limiti statutari al diritto di voto non incide sui quorum costitutivi. La disciplina del quorum costitutivo che emerge dall'art. 2368 è tale per cui nel quorum costitutivo le uniche azioni che non possono essere conteggiate sono quelle istituzionalmente prive del diritto di voto in relazione a quella determinata assemblea (azioni del tutto prive del diritto di voto o a voto condizionato, in mancanza di avveramento della condizione, o con diritto di voto su materie diverse da quelle poste all'ordine del giorno). Viceversa si computano nel quorum costitutivo le azioni rispetto alle quali il diritto di voto sia temporaneamente sospeso (per morosità del socio, per violazione della legislazione in materia di partecipazioni rilevanti nelle banche, negli intermediari finanziari, nelle società quotate o delle disposizioni in materia di offerte pubbliche d'acquisto e patti parasociali) o non sia esercitato dal socio per conflitto di interessi.

I limiti statutari al diritto di voto operano soltanto sul profilo soggettivo dell'insieme dei diritti di voto spettanti alla persona del socio e non sulla conformazione oggettiva della partecipazione azionaria. Nonostante la loro presenza precluda al socio l'esercizio di un numero di voti pari al numero delle azioni che possiede, le azioni a questi appartenenti continuano a incorporare, e ad attribuire in linea di principio al loro titolare, un diritto di voto pieno. Nessuna interferenza si produce sull'ammontare della partecipazione come frazione del capitale sociale, che il socio può pertanto far conteggiare pienamente allorché esibisce le proprie azioni (o i certificati rappresentativi rilasciati dagli intermediari, se trattasi di azioni in regime di deposito accentrato o dematerializzazione) in assemblea ovvero deposita le proprie azioni (o i relativi certificati rappresentativi) in vista dell'assemblea ai sensi dell'art. 2370 c.c. Pertanto, quando la legge richiede, per la validità di un'assemblea, la partecipazione di una determinata aliquota di capitale sociale, la partecipazione di questa aliquota rende valida la seduta ancorché alcuno dei soci presenti soffra una restrizione al proprio potere di voto di origine statutaria³⁴¹.

L'accertamento dei quorum deliberativi, invece, richiede, in presenza di limiti statutari, una "correzione" del dettato legislativo, incline a considerare l'ipotesi tradizionale e residuale di una corrispondenza fra numero di azioni possedute dai soci e di diritti di voto a loro spettanti. Quando l'art. 2368, primo comma, statuisce che in prima convocazione l'assemblea ordinaria delibera a maggioranza assoluta, la maggioranza

³⁴¹ In tal senso, anche A. Coppola, *Commento all'art. 2368*, in M. Sandulli e V. Santoro (a cura di), *La riforma delle società. Società per azioni – Società in accomandita per azioni*, cit. *supra* alla nota 74, p. 289 ss., a p. 291 s.

assoluta dovrà essere calcolata, in presenza di limiti statuari al diritto di voto, sul numero di voti effettivamente esercitabili e non sulle azioni con diritto di voto intervenute in assemblea³⁴². In sostanza il quorum deliberativo potrà dirsi raggiunto se il numero dei voti favorevoli sarà pari alla metà più uno dei voti validamente esercitabili in assemblea. Più delicata è la questione che si pone con riferimento ai quorum richiesti per le assemblee straordinarie, poiché in tali circostanze i quorum deliberativi vanno calcolati su aliquote del capitale sociale.

L'esistenza di limiti statuari al potere di voto nelle s.p.a. italiane, nel quadro della disciplina italiana dei quorum delle assemblee straordinarie, sembra comportare conseguenze diverse per l'azionista di maggioranza relativa, il cui potere di voto sia limitato, rispetto a quelle che si producono a carico dell'azionista di maggioranza relativa nelle società tedesche, alla luce della disciplina dei quorum assembleari prevista nell'ordinamento germanico. Relativamente alle delibere di modifica dello statuto, il § 179, *Abs. 2*, *AktG* prevede che: «Der Beschluß der Hauptversammlung bedarf einer Mehrheit, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals umfaßt. Die Satzung kann eine andere Kapitalmehrheit, für eine Änderung des Gegenstands des Unternehmens jedoch nur eine größere Kapitalmehrheit bestimmen. Sie kann weitere Erfordernisse aufstellen». Nell'ordinamento tedesco, pertanto, il quorum per l'adozione di una modifica statutaria è individuato, con regola generale, nel voto favorevole dei tre quarti del capitale rappresentato in assemblea. Tale quorum, inoltre, può solo essere aumentato³⁴³. Poiché, come abbiamo visto, il § 134, *Abs. 1*, *Satz. 6*, sancisce che i limiti statuari non sono presi in considerazione ai fini del calcolo delle maggioranze di capitale, ne consegue che un azionista che detenga il 25 per cento più una delle azioni con diritto di voto possa, recandosi in assemblea e votando a sfavore, bloccare l'adozione di delibere non condivise. Proprio richiamando questa disposizione, la dottrina tedesca favorevole all'istituto dei limiti al voto ha evidenziato la perdurante capacità del socio di maggioranza relativa di influire su alcuni dei processi decisionali fondamentali della società.

La disciplina italiana dei limiti statuari non contiene una disposizione analoga e pertanto si pone il problema di stabilire se, laddove siano richieste maggioranze calcolate su aliquote del capitale sociale, debba seguirsi la via tedesca, tale per cui i limiti non operano nel calcolo della *Kapitalmehrheit* o si debba viceversa interpretare il silenzio del

³⁴² Cfr. l'esempio proposto da A.M. Tobio Rivas, cit. *supra* alla nota 333, p. 190 ss.

³⁴³ Per la deliberazione di modifiche statuarie possono peraltro essere introdotti ulteriori requisiti, come precisa l'ultima parte del § 179.

legislatore italiano come un'indicazione in favore dell'applicabilità dei limiti anche al calcolo delle maggioranze di capitale.

L'art. 2368, secondo comma, statuisce che l'assemblea straordinaria in prima convocazione delibera con il voto favorevole di tanti soci che rappresentino più della metà del capitale sociale, potendo peraltro lo statuto stabilire maggioranze più elevate. In seconda convocazione, il terzo comma dell'art. 2368 richiede per la validità dell'assemblea straordinaria la presenza di soci che rappresentino più di un terzo del capitale sociale e per l'approvazione della delibera il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea; il quinto comma richiede, per l'adozione di determinate delibere nelle società che non fanno appello al mercato del capitale di rischio, l'osservanza di maggioranze di capitale qualificate.

L'ordinamento, in tali circostanze, utilizzando il criterio della rappresentatività del capitale, presuppone che vi sia coincidenza fra numero di azioni rappresentative del capitale e diritti di voto esercitabili, nel senso che il socio che rappresenta una certa aliquota di capitale sociale con diritto di voto sia anche titolare della medesima aliquota dei diritti di voto esercitabili. In presenza di diritti di voto soggetti a limitazione in considerazione del quantitativo di azioni in mano al singolo socio, tuttavia, tale parallelismo viene meno. V'è da chiedersi pertanto se, anche in mancanza di una disposizione come quella del § 134, *Abs. 1, Satz 6*, si possa giungere allo stesso risultato semplicemente interpretando alla lettera le disposizioni degli artt. 2368, secondo comma, e 2369, terzo e quinto comma. Stando alla lettera, ad esempio, dell'art. 2369, terzo comma, una deliberazione non potrebbe dirsi approvata, nel corso di un'assemblea nella quale sia intervenuto il cento per cento del capitale, se avesse incontrato il voto contrario di un socio rappresentante più del terzo del capitale sociale. In tal caso, infatti, non si sarebbe verificata la condizione del voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea.

In mancanza di una norma analoga a quella tedesca la risposta non può che essere negativa. Se nello statuto fosse inserita una clausola limitativa del diritto di voto senza alcuna circoscrizione del suo ambito di applicazione in considerazione dei meccanismi di calcolo delle maggioranze, il calcolo delle maggioranze di capitale andrebbe rivisto proprio in funzione dell'esistenza della clausola. L'interpretazione letterale delle disposizioni che esigono le maggioranze di capitale, in presenza della clausola, non si giustificerebbe perché alla base dei meccanismi di calcolo vi è proprio quel principio di proporzionalità fra capitale e potere di voto che i limiti al potere di voto intendono

alterare. La lettura, quindi, delle suddette disposizioni andrebbe corretta alla luce dell'esistenza dei limiti. In occasione della prima convocazione dell'assemblea straordinaria, la delibera potrà dichiararsi approvata se otterrà il voto favorevole di più della metà dei voti effettivamente esercitabili tenuto conto delle restrizioni ai diritti di voto che possano affliggere alcuni soci. In occasione della seconda convocazione, premesso che per la validità della stessa sarà comunque necessaria la presenza della prevista aliquota del capitale sociale, la delibera potrà dichiararsi approvata se avrà ottenuto il favore di almeno i due terzi dei voti effettivamente esercitabili tenuto conto delle restrizioni ai diritti di voto che possono affliggere alcuni soci.

Perché l'operatività della clausola sia circoscritta alle deliberazioni che non richiedono maggioranze di capitale occorrerà una previsione espressa della clausola stessa.

5. Limiti al diritto di voto e categorie di azioni.

Negli ordinamenti europei in cui è prevista espressamente la possibilità di ricorrere a limitazioni statutarie ai diritti di voto ci si interroga sulla legittimità di clausole che, in presenza di una pluralità di categorie di azioni, limitino ad una misura massima il potere di voto dei titolari di azioni di una o più categorie soltanto.

In alcune circostanze è stato il legislatore a risolvere ogni dubbio in proposito. Tuttavia, nei due ordinamenti in cui ciò è avvenuto, la soluzione adottata è stata di segno opposto. Se, infatti, l'art. L225-125 del codice di commercio francese³⁴⁴ vieta l'adozione di limiti al voto che non si riferiscano a tutte le categorie di azioni, l'art. 384.3 del codice delle società commerciali portoghese³⁴⁵ prevede espressamente la possibilità che limiti al voto siano introdotti con riferimento ad una categoria di azioni soltanto.

Laddove nessuna disposizione espressa è rinvenibile, la questione rimane controversa. La principale obiezione alla legittimità di un trattamento differenziato di due categorie di azionisti sotto questo profilo si fonda sul fatto che la previsione di un tetto ai diritti di voto a carico di una sola categoria di azioni finirebbe per introdurre surrettiziamente il voto multiplo a favore degli azionisti delle categorie non toccate dalla

³⁴⁴ L'art. L225-125 recita: «Les statuts peuvent limiter le nombre de voix dont chaque actionnaire dispose dans les assemblées, sous la condition que cette limitation soit imposée à toutes les actions *sans distinction de catégorie*, autres que les actions à dividende prioritaire sans droit de vote» (corsivo aggiunto).

³⁴⁵ L'art. 384.3 recita: «a limitação de votos (...) pode ser estabelecida para todas as acções ou *apenas para acções de uma o mais categorias*, mas não para accionistas determinados» (corsivo aggiunto).

misura³⁴⁶. In Germania, tuttavia, l'opinione dominante è oramai nel senso di ritenere ammissibile la previsione di limiti al voto per i possessori di azioni appartenenti a singole categorie, soprattutto in considerazione del fatto che la proposta del *Regierungsentwurf* di vietare la previsione di limiti al voto per singole categorie di azioni venne accantonata dal *Bundestag* in sede di approvazione definitiva del *AktG* del 1965³⁴⁷. In Spagna, la dottrina pare propendere per l'illegittimità di una previsione di limiti al voto in relazione a singole categorie in considerazione dell'art. 50.2 della legge sulle società anonime, che vieterebbe ogni deviazione oggettiva, vale a dire legata a una o alcune azioni, dalla regola di proporzionalità al di fuori dei casi espressamente consentiti dalla legge³⁴⁸.

Per quanto concerne la situazione italiana, mi pare che si possa propendere, in linea di principio, per la liceità di limiti al potere di voto degli azionisti appartenenti a categorie determinate. Per quanto una fattispecie del genere possa indirettamente produrre effetti analoghi a quelli prodotti dal voto plurimo, vale a dire l'acquisizione del controllo da parte di una minoranza che non possiede una corrispondente quota di capitale, è pur vero che non si assiste formalmente all'emissione di azioni a voto plurimo. In presenza di una significativa espansione dell'autonomia statutaria in generale e, in particolare, di una consistente liberalizzazione della disciplina del diritto di voto, non pare corretto desumere dal divieto del voto plurimo un generale e generico divieto di ricorso ad istituti che possono produrre (ma non necessariamente producono nel singolo caso) effetti analoghi al voto plurimo. Pur consentendo in tal modo l'ingresso di uno strumento di aggiramento del divieto di voto plurimo, il silenzio del legislatore italiano sul punto, nonostante gli esempi forniti da altri ordinamenti, non può che essere interpretato nel senso dell'ennesimo, condivisibile o meno, "via libera" alla libertà e fantasia dei soci. Il fatto che clausole limitative del potere di voto siano possibili soltanto in società chiuse e che l'introduzione, successiva alla costituzione della società, di tali clausole a carico di una singola categoria

³⁴⁶ Per la dimostrazione di questo assunto cfr., in particolare T. Baums, cit. *supra* alla nota 233, p. 223 s., il quale si chiede se con la mancata previsione del divieto non si sia di fatto introdotta una modalità di aggiramento del divieto di azioni a voto plurimo.

³⁴⁷ Cfr. U. Hüffer, cit. *supra* alla nota 136, *Rdn.* 14, p. 654, e i riferimenti alla conforme dottrina tedesca. Secondo W. Zöllner, cit. *supra* alla nota 136, *Rdn.* 46, p. 1393 s., è vero che dal mancato accoglimento nella versione finale del § 134 della proposta di divieto di limiti al voto per singole categorie si potrebbe desumere la loro ammissibilità. Tuttavia, poiché una tale possibilità favorirebbe l'acquisizione del controllo da parte di una minoranza e si rivelerebbe ancora più pericolosa della vietata introduzione di limiti al voto con riferimento ad un singolo concreto azionista, si dovrebbe propendere per l'inammissibilità alla luce del combinato disposto del § 134, *Abs.* 1, *Satz* 5, e del § 12. V. anche W. Zöllner, U. Noack, cit. *supra* alla nota 238, p. 124, per il suggerimento, in punto di politica del diritto, di sancire un divieto espresso di inserimento di limiti al voto per singole categorie di azioni. Condivide le preoccupazioni di Zöllner anche U. Immenga, cit. *supra* alla nota 311, p. 1044 s., il quale tuttavia ritiene che dalla storia del § 134 non si possa che desumere la liceità di limiti al voto per categorie di azioni.

³⁴⁸ In tal senso, A. Recalde Castells, cit. *supra* alla nota 8, p. 146 s. V. anche A.M. Tobio Rivas, cit. *supra* alla nota 333, p. 145.

richiederebbe l'approvazione dell'assemblea dei soci della categoria interessata se non altro esclude la praticabilità di quei facili "Mißbräuchen" che parte della dottrina tedesca non ha mancato di sottolineare³⁴⁹.

Infine è da evidenziare che la soppressione di limiti al diritto di voto di una categoria di azioni si risolve in un pregiudizio indiretto a carico degli azionisti con diritto di voto delle altre categorie, poiché la consistenza del loro complessivo potere di voto diminuisce di conseguenza. Se sia necessaria, per dare efficacia alla deliberazione di soppressione assunta dall'assemblea generale, anche una delibera di approvazione delle assemblee speciali delle singole categorie di azioni, diverse da quella interessata, è questione che si collega al più generale problema della necessità di una delibera di approvazione della categoria per dare efficacia alle deliberazioni dell'assemblea ordinaria che, pur non intervenendo formalmente sui diritti delle azioni di categoria, ne pregiudicano in qualche misura la sostanza³⁵⁰.

Nessun dubbio sussiste in merito alla possibilità di circoscrivere l'operatività dei limiti statuari al potere di voto ad alcune determinate delibere, individuate secondo l'oggetto, la materia di riferimento, il tipo di assemblea competente per la loro adozione ovvero secondo altri criteri ancora. Se ne potrebbe prevedere l'applicazione anche ad una delibera soltanto, come ad esempio, a quella di nomina (e revoca) degli amministratori o dei membri del consiglio di sorveglianza.

6. *Ambito soggettivo di applicazione dei limiti statuari al diritto di voto.*

La violazione di clausole statuarie che limitino il diritto di voto degli azionisti può avvenire in diverse circostanze e con il concorso di diversi soggetti. Occorre pertanto distinguere le fattispecie.

Una prima ipotesi di violazione, certamente la più facile da accertare, deriva semplicemente dall'errato conteggio dei voti spettanti all'azionista che partecipi alla votazione con una quota superiore a quella consentita dallo statuto.

Un seconda ipotesi deriva dall'aggiramento del limite perpetrato dall'azionista con *escamotage* di varia natura. Il socio, infatti, per non incorrere nelle maglie del limite statutario, potrebbe avvalersi di un rappresentante cui conferire una procura di voto sulla

³⁴⁹ V. U. Immenga, cit. *supra* alla nota 311, p. 1045.

³⁵⁰ Sulla nota questione, non risolta dal nuovo art. 2376 c.c., si rinvia all'opera di A. Mignoli, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, p. 206 ss., cui *adde* C. Costa, *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1993, 3**, p. 499 ss., a p. 529 ss. e, per un riesame recente della materia, P. Grosso, *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, Milano, 1999, p. 171 ss.

totalità o su una parte delle proprie azioni. Potrebbe frammentare il proprio complessivo potere di voto fra una pluralità di società controllate e soggette alla sua attività di direzione e coordinamento. Potrebbe altresì ricorrere all'intestazione fiduciaria delle proprie azioni, in tutto o in parte, a favore di terzi. Se l'azionista fosse una persona fisica, potrebbe essere indotto a trasferire la proprietà di parte delle proprie azioni a stretti congiunti.

Ammesso che lo statuto possa fissare un limite al diritto di voto che si applichi non ad un singolo soggetto ma ad una pluralità di soggetti che agiscano di concerto fra loro sulla base di un patto parasociale, occorre riflettere anche su questa ipotesi di violazione commessa da una pluralità di soci "diretti" che agiscono di concerto.

In presenza di violazioni di clausole che limitano il diritto di voto degli azionisti, due sono i profili che richiedono considerazione: l'aspetto concernente la validità della deliberazione adottata con il voto, eccedente il limite prefissato, di uno o più azionisti e l'aspetto concernente la responsabilità del titolare delle azioni e dei soggetti che abbiano concorso nella violazione.

Per quanto possa sembrare ovvio, è bene sottolineare che l'accertamento delle violazioni è strettamente correlato al contenuto ed estensione della clausola. Immaginiamo due clausole, delle quali una sancisce quanto segue: "Nessun soggetto può esprimere in nome proprio o altrui un numero di voti superiore al numero corrispondente al cinque per cento del capitale della società. Ai fini del rispetto del limite si considerano anche i voti espressi da società controllate o sottoposte a comune controllo, da società collegate, da società fiduciarie, da *trustees* nonché i voti espressi mediante interposta persona". Una seconda clausola, viceversa, si limita a prevedere che "Nessun azionista può esprimere un numero di voti superiore al numero corrispondente al cinque per cento del capitale".

Le conseguenze dell'inosservanza, in punto di sanzioni (invalidatorie e risarcitorie) apprestate dall'ordinamento, saranno le medesime in entrambi i casi ma muteranno i presupposti dell'inosservanza.

Più la clausola è completa ed il dettato chiaro, minori saranno ovviamente le probabilità che il soggetto interessato eluda con successo le restrizioni della clausola o riesca a colmare le lacune di contenuto con interpretazioni a sé favorevoli. Una clausola conforme alla prima di quelle immaginate proibirebbe chiaramente al socio di superare il limite del cinque per cento sia votando direttamente che avvalendosi di un rappresentante per tutte o parte delle azioni. E' opportuno infatti, se si desidera inserire in statuto una clausola efficace ad ampio raggio, che la clausola consideri quale soggetto alla restrizione non il solo socio ma chiunque di fatto venga ad esercitare il diritto di voto, qualunque sia

il titolo, reale od obbligatorio, che lo legittima. In tal caso saranno soggetti a restrizione anche: a) il rappresentante del socio, tanto nell'ipotesi in cui egli voti secondo le istruzioni impartite dal socio quanto nell'ipotesi in cui sia lasciato libero di votare secondo il suo interesse³⁵¹; b) il creditore pignoratizio, titolare del diritto di voto sulle azioni ricevute in pegno, salvo diversa convenzione con il nudo proprietario, ai sensi dell'art. 2352, primo comma, c.c.; c) l'usufruttuario, titolare del diritto di voto sulle azioni ricevute in usufrutto, salvo diversa convenzione con il nudo proprietario, sempre ai sensi dell'art. 2352, primo comma, c.c.; d) il custode, titolare del diritto di voto sulle azioni sequestrate a norma dell'art. 2352, primo comma, seconda parte, c.c.; e) il riportato, al quale l'art. 1550, secondo comma, c.c., consente l'assegnazione della titolarità del diritto di voto sulle azioni trasferite in proprietà al riportatore; f) il fondo pensione, al quale la titolarità dei diritti di voto inerenti a strumenti finanziari nei quali sono investite le sue risorse spetta in ogni caso ai sensi dell'art. 6, comma 4-*bis*, lett. c, d.lgs. 21-4-1993, n. 124 e pertanto anche quando, come è possibile, il fondo pensione che abbia stipulato una convenzione di gestione accompagnata dalla garanzia di restituzione del capitale acconsenta che sia il gestore il soggetto al quale vadano intestati gli strumenti finanziari acquistati (art. 6, comma 4-*ter*) e, quindi, se trattasi di azioni, il soggetto che acquisti almeno formalmente la qualità di socio; g) il gestore di un fondo comune di investimento, promosso da altra società di gestione del risparmio, cui spetta, salvo convenzione contraria, l'esercizio del diritto di voto inerente agli strumenti finanziari acquisiti in virtù dell'art. 40, terzo comma, t.u.f.

Una clausola dettagliata come quella menzionata non lascerebbe adito a dubbi sull'illegittimità di operazioni volte ad eludere il *voting cap* mediante costituzione di *trust* sulle azioni, trasferimento delle azioni a società fiduciarie o a prestanomi che agiscano per conto del socio. Queste tre operazioni, infatti, hanno in comune il formale trasferimento della proprietà delle azioni dal titolare dell'interesse ad un soggetto terzo (*trustee*, società fiduciaria, interposta persona). A seguito del trasferimento è questi a divenire il soggetto legittimato ad esercitare i diritti sociali, ad ottenere l'iscrizione nel libro dei soci, ad acquisire, in definitiva, la qualità di socio. Il mancato richiamo di queste figure nel novero

³⁵¹ La disciplina della rappresentanza non obbliga il socio ad impartire istruzioni al proprio rappresentante che perciò, nell'esercizio del voto, sarà libero di perseguire il proprio interesse purchè questi non configga con l'interesse sociale ai sensi dell'art. 2372 c.c., che riteniamo applicabile anche al rappresentante, o con l'interesse del socio, senza peraltro che quest'ultimo conflitto, che attiene al rapporto interno fra le parti, possa riverberarsi sulla legittimità del voto espresso dal rappresentante in assemblea.

di quelle che soggette alla limitazione aprirebbe la strada a facili aggiramenti e quindi pregiudicherebbe l'efficacia della clausola³⁵².

Pare opportuno anche che la clausola menzioni l'impossibilità di avvalersi di società controllate, anche indirettamente, di società collegate e di società sottoposte a comune controllo. Il soggetto interessato al superamento del limite sarebbe privato della possibilità di frammentare la partecipazione fra società controllate e collegate in modo tale che nessuna di esse, singolarmente considerata, si trovi a disporre di un numero di voti eccedente il limite. Questa precisazione sarebbe di particolare rilievo in quei sistemi, come quello italiano, ove è diffusa la prassi di ricondurre più società ad una *holding* che esercita su di loro attività di direzione e coordinamento o comunque un'influenza dominante o notevole. Il riferimento a società controllate e collegate consentirebbe l'operatività del limite sulla base della sola circostanza che fra i soggetti in questione sussistano rapporti di controllo o di collegamento ai sensi dell'art. 2359 c.c., senza la necessità per la società di dover dare la prova di un esercizio coordinato e concordato del diritto di voto fra le società sue azioniste o di un'attività di direzione e coordinamento esercitata da una sulle altre. La semplice sussistenza di un rapporto di controllo o collegamento attiverebbe la restrizione.

Se limitazioni o graduazioni del potere di voto dell'azionista fossero inserite con clausole non sufficientemente dettagliate o focalizzate sul solo possesso della qualità di socio, sorgerebbe il problema della validità dei voti espressi in eccedenza da soggetti privi della qualità di socio o dei voti espressi in eccedenza da un socio e da soggetti formalmente soci ma contrattualmente legati al primo, reale titolare dell'interesse sostanziale sotteso all'esercizio del diritto di voto, nell'ipotesi in cui la somma dei voti dell'uno e degli altri dovesse sopravanzare l'ammontare consentito.

Una clausola carente di precisazioni sotto il profilo dei soggetti interessati dalla restrizione non avrebbe di certo una *ratio* diversa da una maggiormente completa. Obiettivo tanto dell'una quanto dell'altra sarebbe di limitare l'influenza esercitatile in assemblea da singoli centri di interesse, siano essi composti di una sola persona o ente (socio o non socio), siano essi risultanti da aggregazioni di persone ed enti con una condivisione di obiettivi cementata da particolari relazioni contrattuali o familiari. Il punto

³⁵² In tal caso, peraltro, il problema che può sorgere è quello della prova che dietro ad una società fiduciaria, ad un *trust* o ad una interposta persona che chiedano di votare con una certa percentuale di azioni vi sia un socio che prenda parte alla votazione con un numero di voti che, sommato a quello di competenza del soggetto interposto, superi il tetto statutario. La prova che un soggetto, formalmente intestatario di azioni, agisca su mandato di un socio in qualità di suo fiduciario o prestanome, al fine della sterilizzazione del voto, graverebbe sulla società e non sarebbe di agevole esperimento. La prova, peraltro, potrebbe essere data anche per presunzioni se gravi, precise e concordanti.

è se l'accertamento della *ratio* della clausola consenta all'interprete di estenderne l'applicazione a casi e persone non espressamente contemplati.

A questo interrogativo probabilmente deve essere data risposta positiva alla luce delle direttive secondo cui ogni contratto, e quindi anche l'atto costitutivo e lo statuto di società, deve essere in buona fede interpretato (art. 1366, c.c.) ed eseguito (art. 1375, c.c.) dalle parti, sia nei rapporti fra soci che nei rapporti fra socio e società (che, sebbene originata dal contratto costitutivo oggetto di interpretazione ed esecuzione, acquista un'autonoma soggettività che la pone a sua volta in relazione contrattuale con i suoi soci). Ad una clausola che imponesse limitazioni o graduazioni al potere di voto degli azionisti non potrebbe che essere attribuito altro significato se non quello consistente nella volontà di limitare o graduare la capacità di esercizio di influenza sulla società attraverso il voto da parte dei singoli azionisti e dei centri di interesse a loro riconducibili. Questa riflessione merita di essere estesa, a maggior ragione, anche a quelle clausole che, pur preoccupandosi di specificare nel modo più completo possibile i soggetti il cui voto andrebbe ricondotto a quello dell'azionista "principale", non contemplino, o, per la costante evoluzione delle tecniche giuridiche di interposizione in senso lato di persone, non siano in grado di contemplare con precisione, tutte le figure soggettive ricollegabili al socio di riferimento ai fini dell'applicazione dei tetti di voto.

Una clausola limitativa dei diritti di voto dovrebbe altresì contemplare espressamente l'ipotesi dell'esercizio del diritto di voto da parte di soci legati da patti parasociali, se la società volesse porsi al riparo da una agevole possibilità di elusione della restrizione statutaria. In mancanza di una tale previsione, la tesi dell'applicazione della disposizione statutaria congiuntamente a tutti i soci sindacati, sostenuta dalla giurisprudenza³⁵³ e parte della dottrina tedesca³⁵⁴, dovrebbe passare per la dimostrazione che nel sindacato di voto, per quanto entità non personificata, si raccoglie un centro unitario di interessi e di manifestazione di volontà operante alla stregua della persona di un singolo socio o di un gruppo di società, ciò che pare quanto meno discutibile alla luce della possibilità per i singoli soci di non ottemperare in assemblea alle direttive degli organi sindacali³⁵⁵. Inoltre

³⁵³ Nella nota vicenda "Continental/Pirelli", decisa da LG Hannover il 29-5-1992 (in *ZfP*, 1992, p. 1236 ss.), oggetto della controversia era la legittimità del comportamento del presidente dell'assemblea di Continental, al cui ordine del giorno era stata posta la questione della soppressione dei limiti statuari al diritto di voto, che aveva deciso di far conteggiare congiuntamente ai fini del rispetto del vincolo statutario i voti espressi da Pirelli e da altri azionisti ad essa in vario modo collegati. Il Tribunale avallò la decisione del presidente di quell'assemblea e alla Pirelli fu definitivamente preclusa la via dell'acquisizione del controllo della Continental.

³⁵⁴ Secondo U.H. Schneider, cit. *supra* alla nota 238, p. 59 s., mediante la stipulazione di un sindacato di voto i soci sindacati adotterebbero un meccanismo fraudolento di aggiramento della disposizione statutaria e pertanto la deliberazione adottata con il loro voto determinante sarebbe annullabile per violazione di norma statutaria.

³⁵⁵ Cfr. A Recalde Castells, cit. *supra* alla nota 8, p. 109 ss.

sarebbe eccessivamente rigorosa la tesi che volesse sottoporre ad un limite statutario congiunto anche quei soci che avessero semplicemente concordato in una fase antecedente a quella assembleare l'esercizio del diritto di voto relativamente ad una singola proposta di deliberazione. Ci si troverebbe in presenza, infatti, di un sindacato di voto creato ad hoc per un'assemblea, non formalizzato in alcun modo e che di per sé non testimonierebbe una finalizzazione alla stabilizzazione degli assetti proprietari o del governo della società (che quanto meno presuppone un minimo di stabilità e durata temporale del patto). Una soluzione del genere finirebbe per imporre ingiustificatamente un obbligo di determinazione individuale e segreta all'esercizio del voto esorbitante rispetto all'intendimento di impedire l'acquisizione del controllo della società da parte di singoli azionisti. A conclusione differente dovrebbe giungersi se la clausola statutaria contemplasse espressamente l'ipotesi del patto parasociale di voto. In tal caso un fenomeno parasociale verrebbe ad assumere, attraverso la menzione nella clausola, valenza sociale. Poiché anche un accordo fra soci avente ad oggetto l'esercizio concordato del diritto di voto in una singola assemblea non sfuggirebbe alla qualifica di sindacato di voto, i soci sindacati dovrebbero subire una riduzione proporzionale del loro potere di voto fino alla discesa del loro complessivo potere di voto al di sotto della soglia statutaria.

Tanto nell'ipotesi in cui l'azionista contravvenisse al divieto di votare per più di una percentuale del capitale sociale avvalendosi di terzi fiduciari espressamente considerati nella clausola quanto nell'ipotesi in cui si avvallesse di terzi fiduciari per superare il limite riferito solo ai singoli soci, ci si troverebbe in presenza di una violazione diretta della clausola, interpretata in senso letterale nel primo caso ed in buona fede e quindi estensivamente nel secondo caso. Il ricorso al canone della buona fede, tuttavia, non è l'unico rimedio a disposizione della società per fronteggiare il pericolo di manovre di aggiramento delle proprie clausole.

Di recente è stata avanzata l'opinione che la violazione di un divieto di voto di origine statutaria possa essere sanzionata come atto in frode alla legge³⁵⁶, in considerazione del fatto che l'art. 1344 c.c. sarebbe espressione di un "principio generale" (che potremmo definire anti-frode), valevole sia per le fattispecie espressamente contemplate di violazione di legge sia per quelle di violazione di statuto (nonché, probabilmente, di violazione di contratto in generale, nell'accezione di questa dottrina).

³⁵⁶ Questa tesi è espressa da E. Scimemi, cit. *supra* alla nota 175, p. 88 ss. e, in particolare, p. 92 ss., che sulla valenza generale del principio del divieto di frode contenuto nell'art. 1344 c.c. e sulla sua applicabilità anche a norme statutarie richiama (a p. 90 s.) la posizione di U. Morello, voce *Frode alla legge*, in *Digesto, Disc. Priv., sez. civ.*, vol. VIII, Torino, 1992, rispettivamente a p. 505, nota 16 e a p. 506.

Alcuna dottrina, invece, manifestando perplessità sull'applicazione dell'art. 1344 c.c. ad ipotesi di elusione di norme statutarie³⁵⁷, ha sostenuto, ad esempio, l'irrelevanza della frode realizzata mediante sindacati di voto relativamente a "disposizioni statutarie che fissino un tetto massimo di partecipazione azionaria per ogni socio, affinché nessuno dei soci possa acquistare un'influenza superiore ad una determinata soglia"³⁵⁸. Sempre secondo questo orientamento, l'illiceità per frode si avrebbe nell'ipotesi di aggiramento di limiti al possesso azionario inseriti in statuto in forza di disposizioni di legge che consentano "la fissazione del tetto massimo al possesso azionario, determinando le sanzioni in caso di superamento"³⁵⁹. Nessun dubbio sull'applicabilità dell'art. 1344 c.c. si potrebbe avere nel caso di manovre elusive di divieti di voto posti da disposizioni di legge³⁶⁰ o del dettato di "leggi speciali che dettano prescrizioni sulla composizione dell'azionariato di determinate s.p.a. [...] quanto alla distribuzione [...] del capitale sociale" fra i soci³⁶¹.

L'inserimento di limiti al diritto di voto nel corpo dello statuto di società per azioni non facenti appello al mercato del capitale di rischio è oggi un'opzione espressamente consentita dal nuovo art. 2351, terzo comma. Anche dubitando dell'applicabilità dell'art. 1344 c.c. all'aggiramento di disposizioni statutarie in generale (ad es. a clausole che pongano tetti al possesso azionario allo stato non considerate dal legislatore), non v'è motivo di dubitare dell'applicabilità dell'istituto della frode alla legge ad elusioni di norme statutarie autorizzate da norme di legge.

7. Limiti al diritto di voto e uguaglianza degli azionisti.

I principi di correttezza e buona fede sono ormai accettati, anche in materia societaria, come principi legittimamente invocabili per fronteggiare ogni abuso del diritto perpetrato da una o più parti del contratto sociale a danno dell'altra o delle altre³⁶². In particolare, alla

³⁵⁷ G.A. Rescio, cit. *supra* alla nota 169, p. 526 s.

³⁵⁸ *Ivi*, a p. 537.

³⁵⁹ *Ibidem*.

³⁶⁰ *Ivi*, a p. 612.

³⁶¹ *Ivi*, a p. 535.

³⁶² Per la diretta applicabilità al contratto di società dei canoni di correttezza e buona fede e delle altre "clausole generali che governano l'esecuzione dei contratti", v. G. Oppo, *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, p. 629 ss., alle p. 655 s. In giurisprudenza, da ultimo, Cass., 11 giugno 2003, n. 9353, Gamma s.r.l. c. Mennocci L. e altro, in *Società*, 2004, p. 188 s., con il commento di M. Malavasi, che conferma l'orientamento giurisprudenziale, le cui fondamenta si rinvergono in Cass., 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giur. comm.* 1996, II, p. 329 ss., secondo cui deve riconoscersi l'applicazione dell'art. 1375 c.c. alle deliberazioni adottate dai soci di maggioranza in danno dei soci di minoranza "atteso che le determinazioni dei soci durante lo svolgimento del rapporto associativo debbono essere considerate, a tutti gli effetti, come veri e propri atti di esecuzione, perché preordinati alla migliore attuazione del contratto sociale".

luce del canone della correttezza e buona fede vengono vagliate in giudizio quelle deliberazioni impugnate da una minoranza dissenziente che lamenta un uso dei diritti da parte della maggioranza per un fine (nella specie, la produzione di un danno a carico dei soci di minoranza) diverso da quello per il quale essi le sarebbero stati concessi. Parimenti impugnabili per contrasto con il principio di buona fede sono ritenute le deliberazioni negative, vale a dire le deliberazioni con cui si è rigettata l'approvazione di una proposta posta all'ordine del giorno, l'esito della cui votazione sia stato determinato dall'opposizione di una parte dei soci, motivata non dall'interesse sociale bensì dal solo interesse di danneggiare o ricattare i soci di maggioranza.

Come verrà discusso nei prossimi paragrafi, il rispetto del principio di buona fede può, in determinate circostanze, essere con successo invocato dal socio che si ritenga leso da una modificazione statutaria che introduca o sopprima limiti al diritto di voto, per quanto si tratti di modificazione in linea di principio ammessa dall'ordinamento.

Il principio che invoca uguaglianza o, come oggi si preferisce precisare, parità di trattamento tra gli azionisti, a differenza dei canoni di correttezza e buona fede, non ha basi normative altrettanto definite³⁶³.

Nel nostro ordinamento non esiste una disposizione del tenore del § 53a, *AktG* 1965, introdotto con la legge del 13 settembre 1978, che prescrive: "Aktionäre sind unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln". L'art. 42 della seconda direttiva CE (n. 77/91), ai sensi del quale "Per l'applicazione della presente direttiva le legislazioni degli Stati membri salvaguardano la parità di trattamento degli azionisti che si trovano in situazioni identiche", e il "considerando" che ne costituisce la premessa, secondo il quale è parso necessario ai sensi dell'art. 54, § 3, lett. g del Trattato CE richiedere agli Stati membri l'armonizzazione dei principi posti a salvaguardia, in materia di aumento e riduzione del capitale, della parità di trattamento tra azionisti che si trovano in condizioni identiche, non si è tradotta nel diritto italiano delle società in alcuna norma di carattere generale, a differenza appunto di quanto avvenuto in Germania con la summenzionata legge attuativa della seconda direttiva.

Nel nostro ordinamento, viceversa, esistono singole disposizioni che, in relazione a fattispecie specifiche, esigono il rispetto di un trattamento paritario fra gli azionisti. Può dirsi acquisito, dopo le riflessioni, in particolare, di Oppo³⁶⁴, d'Alessandro e Angelici, che

³⁶³ Vigente il codice di commercio, parte della dottrina riteneva che il "principio di uguaglianza di trattamento costitui[ss]e] un diritto intangibile di ogni azionista" e che l'esistenza di un tale principio, di cui si poteva rinvenire traccia nell'art. 164 cod. comm., fosse comunque da ritenersi intuitiva: in tal senso, A. Vighi, cit. *supra* alla nota 37, p. 50 s.

³⁶⁴ G. Oppo, cit. *supra* alla 362, p. 629 ss.

un principio di parità di trattamento non possa ricavarsi dall'art. 2348 c.c., ai sensi del quale "Le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti", il cui proposito è soltanto quello di sancire "l'eguaglianza *delle azioni*, non *degli azionisti*"³⁶⁵. Il concetto di uguaglianza fatto proprio dall'art. 2348 attiene esclusivamente al piano formale dei diritti incorporati nelle azioni e non si cura della posizione assunta in concreto dai singoli soci"³⁶⁶.

Disposizioni che richiamano testualmente le società al rispetto della parità di trattamento tra gli azionisti in senso sostanziale sono quella dell'art. 92, t.u.f., e dell'art. 2516, c.c.

Ai sensi del primo, "Gli emittenti quotati assicurano il medesimo trattamento a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni". Questa direttiva è stata ribadita nell'ambito della disciplina dell'acquisto di azioni proprie da parte di società italiane quotate con l'art. 132, t.u.f., il quale esige che gli acquisti di azioni proprie siano effettuate attraverso offerta pubblica d'acquisto o di scambio o sul mercato, ma pur sempre secondo modalità che assicurino "la parità di trattamento tra gli azionisti". A ben vedere, tutta la disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie, pur non richiamandolo espressamente, si propone come obiettivo quello di difendere un equo e paritario trattamento fra gli azionisti. In questa prospettiva va compreso l'obbligo, in caso di superamento di determinate soglie percentuali di capitale rappresentato da azioni con diritto di nomina delle cariche sociali, del soggetto che ha proceduto all'acquisto di promuovere un'offerta che consenta ad ogni altro azionista, che desideri uscire dalla società soggetta al mutamento degli assetti di controllo, di cedere le proprie azioni. In particolare, la difesa di una tendenziale parità di trattamento è rinvenibile nei criteri di determinazione del prezzo dell'offerta obbligatoria che, imponendo la corresponsione agli oblati di un prezzo non inferiore alla media aritmetica fra il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi e quello più elevato corrisposto nel medesimo periodo dall'offerente, nel caso dell'opa totalitaria, e di un prezzo fissato dalla Consob, nel caso dell'opa residuale (artt. 106, secondo comma e 108, secondo comma, t.u.f.), mirano ad assicurare a tutti gli investitori la possibilità di partecipare in condizioni tendenzialmente paritetiche al premio di maggioranza per il trasferimento del controllo, se mai un tale premio (corrispondente alla differenza positiva fra il prezzo corrisposto dall'offerente per l'acquisto delle azioni con diritto di voto in seguito a trattativa privata ed il prezzo di mercato delle azioni stesse) sia stato pagato.

³⁶⁵ F. d'Alessandro, *La seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1987, p. 1 ss., a p. 3.

³⁶⁶ C. Angelici, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, p. 1 ss., a p. 3.

Anche la disciplina della sollecitazione delle deleghe di voto si ripropone, sotto certi aspetti, di salvaguardare una parità di trattamento fra gli investitori. Se è vero infatti che il committente della sollecitazione non è tenuto ad accettare deleghe di voto che contengano istruzioni di voto difformi da quelle che egli ha indicato nel prospetto e nel modulo di delega (art. 135, terzo comma, reg. emittenti), è anche vero però che l'intermediario è tenuto a consegnare il modulo corredato dal prospetto a chiunque ne faccia richiesta, affinché sia data a qualunque azionista la possibilità di esercitare il proprio diritto di voto in senso conforme alle proposte del committente (art. 134, settimo comma, reg. emittenti)³⁶⁷. Questa modalità di esecuzione della sollecitazione imposta dal regolamento Consob costituisce applicazione della direttiva contenuta nell'art. 136, lett. b), t.u.f., secondo cui la sollecitazione delle deleghe di voto è tale soltanto se rivolta alla "generalità degli azionisti". In sostanza la richiesta di deleghe di voto o avviene ai termini dell'art. 2372, e può essere rivolta ad azionisti determinati, o nel rispetto degli artt. 136 ss, t.u.f., il cui proposito è, fra gli altri, quello di agevolare l'esercizio del diritto di voto da parte di tutti gli azionisti che si riconoscano nelle proposte di chi ha assunto l'iniziativa della sollecitazione³⁶⁸.

Queste disposizioni non sembrano poter fondare di per sé un principio di parità di trattamento con valenza generale ad ogni rapporto fra soci e fra socio e società poiché attengono a fattispecie ben individuate e circoscritte, sebbene di grande rilevanza. Piuttosto da esse si possono trarre indizi sulla vigenza di un obbligo (non espresso ma implicito) di parità di trattamento al ricorrere di rapporti che richiedono la tutela di interessi degli investitori di mercato mobiliare. Evidente è, infatti, che le norme che

³⁶⁷ Non ci si nasconde che l'obbligo legale di una proposta di delega di voto che sia rivolta alla generalità degli azionisti abbia una rilevanza più teorica che pratica. E' ovvio infatti che sarebbe già nell'interesse del committente sollecitare le deleghe nei confronti della generalità degli azionisti, sapendo di non correre il rischio di dover esprimere per loro conto un voto difforme da quello desiderato dal committente stesso. D'altra parte, il piccolo azionista non avrebbe un particolare interesse ad aderire ad una sollecitazione avviata da un committente che ritenga, pur non essendo essa rivolta alla generalità degli azionisti, di aver già ricevuto un numero di adesioni sufficiente a conseguire quegli obiettivi prefissati al raggiungimento dei quali avrebbe concorso il voto del piccolo azionista. Non bisogna dimenticare, però, che, laddove fosse sollecitato un voto negativo su una proposta all'ordine del giorno, il conferimento di una delega consentirebbe al piccolo azionista, nell'ipotesi in cui contrariamente alle aspettative e speranze del committente fosse approvata la delibera, di esercitare le prerogative dell'azionista dissenziente e consistenti nell'impugnazione della delibera (sempre che l'azionista possieda l'uno per mille del capitale o la diversa quota indicata nello statuto) (art. 2377, terzo comma), nella richiesta di risarcimento danni (art. 2377, quarto comma, c.c.) e nel diritto di recesso (art. 2437, c.c.).

³⁶⁸ Invero, l'accoglimento di un sistema di sollecitazione di deleghe di voto basato sul principio della *one-way proxy*, tale per cui il committente è tenuto ad accettare la delega e ad esercitare il voto soltanto se conforme alle sue proposte (art. 136, lett. c, t.u.f. e art. 135, terzo comma, reg. emittenti), piuttosto che sul principio (accolto negli USA) del *two-way proxy*, tale per cui chi sollecita la delega è tenuto ad esercitare il voto del delegante qualunque siano le istruzioni di voto impartite, testimonia che la disciplina italiana della sollecitazione delle deleghe di voto, più che agevolare l'esercizio del diritto di voto da parte dei piccoli azionisti, intende fornire un istituto che consenta la coagulazione attorno al committente di un numero di voti sufficienti ad incidere in maniera significativa sulle votazioni assembleari senza la necessità dell'acquisizione onerosa di rilevanti pacchetti azionari.

esigono parità di trattamento in sede di acquisto di azioni proprie, di offerte pubbliche d'acquisto e di sollecitazione delle deleghe di voto hanno quale comune denominatore l'interesse a che non sia minata la fiducia degli investitori, istituzionali e non, nell'investimento azionario in generale e che pertanto non si frustri, a causa di comportamenti arbitrari della società, l'obiettivo di incanalare il pubblico risparmio nell'acquisto di strumenti di capitale di rischio³⁶⁹.

In tal senso, un obbligo di parità di trattamento si può rinvenire nella disciplina della comunicazione di informazioni riguardanti la società ai propri investitori ai sensi dell'art. 114, t.u.f. Dalla circostanza che la comunicazione di informazioni *price-sensitive* debba avvenire in favore del pubblico indistinto (secondo le modalità fissate dalla Consob) si evince che le modalità di diffusione delle informazioni non solo non possano privilegiare alcuni investitori a discapito di altri ma anzi, attraverso il coinvolgimento della società di gestione del mercato, debbano consentire anche agli investitori potenziali di venire a conoscenza di quei fatti che siano idonei ad influenzare l'andamento delle quotazioni. Questi dati normativi inducono a ritenere che il legislatore abbia voluto assicurare sì il rispetto della parità di trattamento ma esclusivamente nell'ambito del rapporto fra emittente, da un lato, e portatori di strumenti finanziari quotati, dall'altro, laddove questo possa incidere sulle prospettive dell'investimento e della sua valorizzazione.

Per quanto concerne il diritto delle società non quotate, unico riferimento normativo espresso ad un obbligo di parità di trattamento è quello rinvenibile nell'art. 2516 che esige il rispetto del principio di parità di trattamento fra i soci nella costituzione ed esecuzione dei rapporti mutualistici. L'ambito di riferimento è quindi quello delle società cooperative. La disposizione peraltro non attiene ai profili organizzativi e strutturali della società ma soltanto ai profili gestori, quelli cioè relativi allo svolgimento dell'attività economica della società nei confronti dei soci. Il rispetto della parità di trattamento dei soci nell'ambito della struttura corporativa di società non mutualistiche è richiesto soltanto e indirettamente dalla disciplina di alcune operazioni straordinarie che, se non presidiate da alcuni vincoli, si presterebbero a divenire strumento di abuso a danno di una parte dei soci.

In questa medesima logica si colloca la disciplina del diritto d'opzione nell'ambito dell'aumento di capitale a pagamento. In caso di aumento di capitale a pagamento, il

³⁶⁹ Commentando l'art. 4-ter, l. 216/1974, frutto dell'attuazione della direttiva CE 5-3-1979, n. 79/279 (ed in particolare dello Schema D, lett. A, n. 1a) nonché antesignano dell'attuale art. 93, t.u.f., M. Montanari, *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 1996, I, p. 899 ss., a p. 901 s., esprime il parere che si trattasse di una disposizione dettata a tutela dell'efficienza del mercato, "concepita in modo da non toccare direttamente i rapporti corporativi endosocietari" bensì piuttosto a salvaguardia dell'"aspettativa di un plusvalore che sempre accompagna l'investimento in borsa" degli acquirenti di valori mobiliari.

diritto d'opzione per la sottoscrizione delle azioni di nuova emissione deve essere attribuito a ciascun socio in proporzione al numero delle azioni possedute. Esclusioni o limitazioni del diritto d'opzione sono consentite soltanto nei casi e alle condizioni previste dalla legge (art. 2441, c.c.). Parimenti, in caso di aumento nominale del capitale sociale mediante emissione gratuita di nuove azioni, le nuove azioni devono essere assegnate a ciascun socio in proporzione di quelle già da egli possedute (art. 2442, c.c.).

Tenuto conto di questi rilievi, pare pertanto dubbia l'esistenza di una clausola generale di parità di trattamento. Ciò non significa che nell'ambito di alcuni rapporti di rilevanza "sociale" un obbligo di trattamento dei soci in qualche misura paritario, e quindi secondo un'accezione più circoscritta, non sia comunque configurabile. Probabilmente, in luogo di un vero e proprio obbligo di parità di trattamento è riscontrabile piuttosto un divieto di discriminazione fra i soci³⁷⁰ che, peraltro, non avrebbe necessariamente un rilievo giuridico autonomo ma in talune circostanze sarebbe senza forzature ricavabile dalle clausole generali di correttezza e buona fede, che devono informare tutti i rapporti contrattuali, ivi compresi quelli di natura societaria³⁷¹.

Per verificare l'ambito di operatività in concreto di questo *Diskriminierungsverbot*, tuttavia, non si può prescindere, come è stato posto in evidenza, da un'analisi separata delle fattispecie all'interno delle quali può assumere consistenza un trattamento discriminatorio, che è possibile condurre per categorie di atti attinenti alla costituzione della società, alla modificazione del contratto sociale originariamente stipulato ovvero allo svolgimento dell'attività sociale, tanto intesa come attività corporativa tipica (consistente ad esempio nell'assunzione di deliberazioni previste dalla legge) quanto concepita come attività gestionale in senso lato che abbia come controparte uno o più soci³⁷².

L'inserimento di clausole statutarie che pongano limiti al diritto di voto costituisce operazione che può esporsi a critiche alla luce del (preteso generale) principio di parità di trattamento, laddove i limiti agiscano in maniera differenziata a seconda della tipologia di azionista che venga a detenere una partecipazione azionaria con diritto di voto³⁷³. Detto altrimenti, è da verificare la compatibilità con il principio della parità di trattamento della clausola statutaria che non determini una restrizione del potere di voto a carico di

³⁷⁰ Cfr. C. Angelici, cit. *supra* alla nota 366, p. 11 e Id., cit. *supra* alla nota 65, p. 78, testo e nota 64, per riferimenti all'analogo pensiero della dottrina tedesca e per l'opinione che si debba interpretare in tal senso anche il previdente art. 4-ter della l. 216/1974 (ora riformulato senza apprezzabili modifiche nell'art. 92, t.u.f.).

³⁷¹ Cfr. C. Angelici, cit. *supra* alla nota 366, p. 13.

³⁷² *Ivi*, p. 7 s.

³⁷³ Esclude che possano porsi limiti al voto differenziati per categorie di soci, anche in mancanza di previsioni di legge analoghe a quelle dell'ordinamento tedesco e francese, L. Calvosa, cit. *supra* alla nota 61, p. 203 ss., per contrasto con il principio di parità di trattamento degli azionisti.

qualunque azionista ma che ponga limiti al potere di voto soltanto a carico di uno o più tipi di azionisti, ad esempio in relazione alla natura di questi. Potrebbe essere il caso di una clausola che vieti a tutti e solo i titolari di partecipazioni con diritto di voto nella società che svolgano professionalmente, supponiamo, attività nel settore finanziario di esercitare il diritto di voto in misura superiore al dieci per cento del capitale.

Si tratta quindi di verificare se e fino a quale punto può spingersi l'autonomia statutaria nel disegnare criteri differenziati di distribuzione del potere di voto non attinenti al contenuto oggettivo della partecipazione azionaria (e quindi alle categorie di azioni) bensì al profilo soggettivo del singolo azionista.

Innanzitutto è dato constatare che l'art. 2531, terzo comma, si limita a consentire che gli statuti delle società non facenti appello al mercato del capitale di rischio prevedano restrizioni al diritto di voto in relazione alle azioni possedute da uno stesso soggetto. Il § 134, *AktG*, che, a mio avviso, stante anche il perfetto (e quindi presumibilmente non casuale) parallelismo linguistico, ha costituito il punto di riferimento principale (se non esclusivo) del legislatore della riforma in materia di limiti statuari al diritto di voto, aggiunge, fra l'altro, che “Die Beschränkungen können *nicht für einzelne Aktionäre angeordnet werden*” (corsivo aggiunto) (*Abs. 1, Satz 5*)³⁷⁴. L'ordinamento societario tedesco non soltanto ha adottato, a differenza di quello italiano, una clausola generale di parità di trattamento, ma ha ribadito tale vincolo nella disposizione che disciplina le limitazioni convenzionali al diritto di voto, senza essere seguito nemmeno su questo punto dal legislatore italiano. Altrettanto esplicito è il codice di commercio francese il cui art. L225-125 non solo stabilisce che “Les statuts peuvent limiter le nombre de voix dont *chaque actionnaire* dispose dans les assemblées” (corsivo aggiunto), quindi prescrivendo l'applicazione paritetica della misura ad ogni azionista, ma aggiunge che limitazioni possono essere introdotte a condizione che siano imposte a “*toutes les actions sans distinction de catégorie*”, senza possibilità quindi di differenziare in alcun modo sotto il profilo soggettivo la potenza di voto fra titolari di diverse categorie di azioni. Analogamente, l'art. 384.3 del codice di commercio portoghese chiarisce che “a limitação de votos (...) pode ser estabelecida para todas as acções ou apenas para acções de uma o mais categorias, *mas não para accionistas determinados*» (corsivo aggiunto). Anche l'ordinamento spagnolo sembra impedire un trattamento differenziato nell'assegnazione del potere di voto allorché l'art. 105(2) della Ley de Sociedades Anónimas stabilisce che “[Los estatutos] podrán fijar *con carácter general* el número

³⁷⁴ “Limiti al diritto di voto non possono essere posti in relazione a singoli azionisti”.

máximo de votos que puede emitir un mismo accionista” (corsivo aggiunto), riferendosi pertanto ad un carattere (sembrerebbe) generale della previsione statutaria.

Nulla di tutto ciò è sancito nel diritto italiano. Questo quadro si presta a interpretazioni di segno opposto. La meno plausibile mi pare essere quella che voglia attribuire il mancato riferimento ad un’applicazione indistinta e generale a tutti gli azionisti di ogni vincolo al potere di voto ad una “svista” del legislatore, per il semplice motivo che il legislatore italiano pare non essersi limitato a confrontarsi con il diritto straniero ma lo abbia addirittura, come nel caso tedesco, preso a modello letterale nella redazione della norma. Altra spiegazione potrebbe consistere nel fatto che il legislatore della riforma non ha ritenuto necessario precisare il carattere necessariamente generalizzato della clausola statutaria in quanto già persuaso dell’esistenza di un principio che impone la parità di trattamento dei soci in ogni direzione e in ogni fase della vita della società, compresa quella attinente all’elaborazione e modificazione degli statuti. Infine, assumendo, come salvo prova contraria si dovrebbe assumere, che non vi sia alcuna contraddizione fra ciò che il legislatore ha voluto e ciò che in definitiva ha disposto (a prescindere dalla circostanza che la lettera della legge prevale in ogni caso sulla volontà del legislatore) e che, consapevole del dibattito dottrinario tutt’altro che chiuso, il legislatore non abbia ritenuto già immanente nel sistema un principio generale di parità di trattamento, può spiegarsi la scelta della non menzione espressa di un divieto di trattamento differenziato come l’ennesimo tributo all’autonomia statutaria dei soci in materia di diritti di voto.

Ad avviso di chi scrive, è questa la spiegazione da preferire perché, a ben vedere, la riforma ha posto limiti all’autonomia statutaria soltanto al fine di prevenire un esercizio della stessa in danno di soci o terzi. L’introduzione di limiti al voto differenziati non costituisce un abuso a danno di terzi, che proprio in quanto terzi non sono destinatari della previsione, e non necessariamente reca danno ai soci. In ogni caso, non mi pare si possa dare una risposta unitaria, né in positivo né in negativo, al quesito della compatibilità col sistema dei limiti differenziati, in quanto la posizione dei soggetti coinvolti e gli interessi che meritano di essere tutelati variano a seconda che si consideri la fase della fondazione della società ovvero il successivo periodo di vita della stessa³⁷⁵.

Per quanto concerne il momento creativo della società, mi pare che non possano essere posti vincoli all’autonomia negoziale dei soci ulteriori rispetto a quelli posti

³⁷⁵ Diversamente, V. Santoro, cit. *supra* alla nota 74, p. 149, secondo il quale non sono legittimi né “limiti a carico di un particolare socio”, né limiti a carico “di una particolare categoria di soci, degli appartenenti ad una determinata famiglia, ad un’organizzazione politica o sindacale e così via”, in osservanza del principio di parità di trattamento.

espressamente dalla legge a garanzia della validità del contratto sociale (art. 2332, c.c.) ovvero in generale a presidio di un legittimo esercizio dell'autonomia privata³⁷⁶. In primo luogo, la circostanza che l'esistenza di un principio di parità di trattamento debba operare a garanzia dei soci manifesta già di per sé la sua non applicabilità a tutela di coloro che solo in prospettiva assumeranno la qualità di soci. Sino alla stipulazione definitiva del contratto i soggetti sono parti di una trattativa volta alla conclusione di un contratto plurilaterale con comunione di scopo. I divieti ed obblighi che li concerno attengono, pertanto, alla fase della trattativa privata e discendono dalle norme che disciplinano la formazione ed il contenuto del contratto da confezionarsi. In secondo luogo, non esistendo ancora una società e una caratterizzazione in senso sociale della partecipazione dei soci tale da porre vincoli al libero esercizio della loro autonomia privata, nessun vincolo, che non derivi dalla legge, dovrebbe impedire all'autonomia negoziale delle parti di predeterminare e regolare secondo quanto desiderato un determinato "assetto d'interessi".

Non si vede ragione quindi per vietare ai soggetti fondatori della società una previsione contrattuale che introduca limitazioni al diritto di voto in ragione della tipologia di socio considerato, in mancanza di contrarie disposizioni di legge. Pertanto la legittimità di una clausola statutaria che ponga un divieto di voto oltre una determinata soglia partecipativa soltanto a carico di azionisti di una certa natura (ad esempio, istituzioni finanziarie) o che svolgono una determinata attività (ad esempio, un'attività concorrente con quella della società considerata) non pare potersi escludere con convincenti argomentazioni. Nella fase genetica della società, deve essere riconosciuta la libertà dei soci di regolare a loro piacimento, salve le limitazioni di legge, le loro posizioni reciproche. Osservazione, questa, che trova parziale conforto nella possibilità per i promotori e soci fondatori di riservarsi, con clausola da inserirsi nell'atto costitutivo ai sensi dell'art. 2328, n. 8, c.c., determinati benefici non destinati ad altri o futuri soci. Anche a voler riconoscere che la norma consideri soltanto benefici di ordine strettamente patrimoniale (il che però non è affatto scontato atteso che il termine generico "benefici" ha sostituito l'espressione "partecipazione agli utili" del previgente art. 2328, n. 8 e non viene

³⁷⁶ Se G. Oppo, cit. *supra* alla nota 362, p. 646 s., rileva come sia "ben noto che disparità di trattamento tra soci possono essere introdotte non solo con il contratto ma anche con successiva deliberazione maggioritaria", C. Angelici, cit. *supra* alla nota 366, p. 8, pare escludere che la questione della disparità di trattamento si possa porre nella fase di costituzione della società. Secondo quest'ultimo Autore, "[c]onvincono in tal senso molteplici argomenti: in particolare, da un lato, il rilievo ormai consueto che almeno in via di principio non si pone un'esigenza di parità di trattamento laddove opera l'autonomia contrattuale ed è essa a determinare l'assetto d'interessi considerato; la constatazione, dall'altro [...], che al momento della costituzione della società non (ancora) sussiste la possibilità di qualificare in termini «sociali» gli interessi alla cui tutela tale esigenza dovrebbe volgersi e non può quindi assumere un rilievo pacifico, al di là di quanto non consente già la disciplina generale dell'autonomia privata, il problema di verificarne il ruolo per l'economie individuali dei soci-contrattanti".

utilizzato in alcuna altra disposizione dalla quale si possa inferire il suo rilievo esclusivamente patrimoniale), rimane il dato della conferma della possibilità della riserva di un trattamento preferenziale, o comunque, differenziato, *ab origine* fra categorie di soci (soci promotori, soci fondatori e restanti soci). Del resto, fra una clausola statutaria originaria che limiti il diritto di voto di alcune tipologie di azionisti e la previsione statutaria di azioni a voto non pieno o prive del diritto di voto offerte in sottoscrizione alle medesime tipologie dei soci, indiscutibilmente lecita, non vi è né concettualmente né sostanzialmente molta differenza allorché si consideri il punto di vista dei soci che subiscono la limitazione al loro potere di voto ovvero sottoscrivono azioni a voto non pieno o prive del diritto di voto. In entrambe le circostanze, questi soci godranno di diritti di voto in misura non proporzionale alla loro partecipazione. In entrambe le circostanze, e questo è il punto, avranno espresso, volontariamente e consapevolmente, come si deve presumere in soci che partecipino alla stipulazione di un atto costitutivo o acquistano azioni le cui caratteristiche sono riportate nell'atto costitutivo, adesione ad un contratto che ne contempla una posizione non paritetica a quella degli altri soci. Se così hanno voluto, nell'esercizio della loro insindacabile, non coartata, volontà negoziale, non v'è motivo di individuare vincoli in via interpretativa.

Del resto, il nostro ordinamento già tollera una diversa considerazione della natura giuridica e dell'attività professionale dei soci ai fini della quantificazione del potere di voto spettante ai soci o della determinazione dell'ammontare di possesso azionario da questi accumulabile. Quanto al primo aspetto, in materia di società cooperative, l'art. 2538, c.c. assegna a ciascun socio cooperatore un solo voto qualunque sia il valore della quota o il numero di azioni possedute ma consente all'atto costitutivo di assegnare ai soci persone giuridiche più voti, purché non oltre cinque, in considerazione dell'ammontare della loro quota o del numero dei loro membri. Quanto al secondo aspetto, il secondo comma dell'art. 30, t.u.b., limita il possesso azionario nelle banche popolari allo 0,50 per cento del capitale sociale ma il terzo comma esclude l'applicazione del limite agli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari. E' da notare, peraltro, che già esistono, di fatto, statuti di società, peraltro assai rilevanti per il pubblico risparmio, che pongono clausole ad efficacia differenziata a seconda degli azionisti considerati e determinanti quindi una disparità di trattamento fra i medesimi³⁷⁷.

³⁷⁷ V., ad es., l'art. 8 dello statuto della AEM Torino s.p.a. secondo cui "[...] Il limite al possesso azionario di cui al presente articolo non si applica - per un periodo di due anni dalla data di acquisto o sottoscrizione dei titoli - alle azioni che siano state rilevate dai partecipanti ai Consorzi di garanzia del buon esito di offerte pubbliche di azioni o di obbligazioni convertibili della società nell'ambito delle offerte stesse. Tale limite non si applica ai fondi comuni di investimento, né a soggetti esteri svolgenti attività assimilabili". Non soltanto quindi, secondo una previsione abituale

Maggiormente complessa è la questione allorché si tratti di verificare la compatibilità con il sistema dell'introduzione, per via di modifica statutaria, di una clausola che ponga limitazioni al diritto di voto differenziate a seconda delle caratteristiche dei potenziali azionisti. Il riconoscimento del diritto di recesso in favore dell'azionista che dissente da una delibera modificativa ai sensi dell'art. 2437, primo comma, lett. g), c.c., per quanto attribuisca all'azionista una via d'uscita e possa contribuire a mantenere limitato il livello di litigiosità fra soci dissenzianti e società, non esime dall'affrontare la questione in punto di legittimità della delibera, se non altro per il fatto che il diritto ad ottenere l'attribuzione di una quota di liquidazione di per sé non esclude la legittima pretesa di chi è socio al rispetto dei principi e delle regole dell'ordinamento societario.

Partendo dall'analisi dell'operatività del preteso principio di parità di trattamento fra i soci in relazione a modificazioni statutarie, merita accoglimento la tesi di chi ritiene che, in questa sede, se da un lato vengono in considerazione gli interessi dei soci e l'incidenza degli atti corporativi sulle loro economie individuali, dall'altro entra in gioco anche l'interesse comune del gruppo, che può giustificare, almeno in linea di principio, un sacrificio non immotivato dei primi. Pertanto il dovere di parità di trattamento, anche ammettendo che sia immanente al sistema, non può non confrontarsi con altre legittime esigenze proprie della vita della società, quali emergono dal contraddittorio assembleare fra i soci. Ciò che conta è che dell'autonomia statutaria non si faccia un uso distorto a danno di uno o più soci, al fine cioè non di promuovere un'esigenza legittima della società ma di pregiudicare la posizione di uno o più soci. Un trattamento differenziato, da questo punto di vista, può sollevare il sospetto di un abuso ma di per sé non costituisce un abuso. Occorre verificare le modalità con cui (e le finalità per cui) tale trattamento differenziato è stato posto in essere³⁷⁸.

Se però viene in considerazione un divieto di abuso a danno di alcuni soci, non si può che notare una sovrapposizione fra l'area coperta tra la clausola generale di buona fede e

degli statuti delle società pubbliche soggette a privatizzazione contenenti clausole di limitazione dei possessi azionari, si fa eccezione per i consorzi incaricati di curare il collocamento delle azioni nell'ambito di offerte pubbliche di vendita, previo acquisto in proprio delle stesse. Già sotto questo profilo, a rigore, si dovrebbe constatare la presenza di un trattamento differenziato fra alcuni azionisti (i consorzi di garanzia) e gli altri azionisti non pubblici, in merito all'ammontare dei possessi azionari, necessario per assicurare il buon esito di una opv ma privo di base normativa nella legge sulla privatizzazioni. Più significativa è invece la deroga alla clausola limitativa del possesso azionario a favore dei fondi comuni di investimento, che determina una palese disparità di trattamento fra azionisti che rientrano in quella categoria di investitori istituzionali e azionisti che non vi rientrano.

³⁷⁸ Ne è persuaso C. Angelici, cit. *supra* alla nota 366, p. 12 s., che, a conclusione dell'esame di fattispecie di modificazioni statutarie per le quali potrebbe venire in gioco l'applicazione del principio di parità di trattamento, conclude affermando che "[d]ifficile è quindi riconoscere nella parità di trattamento un'autonoma regola la quale costituisca di per sé un oggettivo limite dell'autonomia statutaria. Con la conseguenza che della prima ci si può avvalere esclusivamente al fine di elaborare uno degli indici sintomatici, non necessariamente l'unico e non necessariamente decisivo, per la valutazione e repressione degli *abusi* che si realizzano nell'esercizio della seconda".

quella del divieto di discriminazione fra i soci, posto che un atto organizzativo discriminatorio sarebbe di per sé contrario a buona fede. Questa è la ragione per cui si afferma che la questione della parità di trattamento in materia di modificazioni statutarie perde “una propria reale autonomia” e si inserisce nel più ampio concetto di buona fede nell’esercizio dei poteri di maggioranza assembleare³⁷⁹.

Adottando il punto di vista della buona fede, come pare preferibile, non sembra esservi alcuna lesione irragionevole di prerogative individuali dei soci allorché per via di modifica statutaria vengano introdotti limiti al voto dall’efficacia più restrittiva nei confronti di una tipologia di soggetti che ancora non abbia assunto la qualità di socio. Né può ritenersi leso chi socio non è, vista la sua estraneità al rapporto sociale.

Questa valutazione dovrebbe mantenersi ferma anche davanti ad una pretesa contrattuale di un soggetto a divenire socio in futuro mediante acquisto di quote azionarie. Potrebbe darsi il caso di una società che, venuta a conoscenza di un preliminare di vendita di una partecipazione sociale consistente a favore di un tipo di soggetto il cui proporzionale potere di voto non sarebbe gradito, introduca una limitazione al diritto di voto a carico di quella tipologia di soggetto. In tal caso, tuttavia, andrebbe verificata la ricorrenza di un comportamento contrario a buona fede nei confronti del socio venditore, laddove la modificazione statutaria fosse preordinata a bloccare la vendita della partecipazione del socio, come sarebbe nel caso di un preliminare di vendita che subordini la stipulazione del contratto definitivo alla condizione che nel periodo intermedio non venga introdotte o soppresse clausole che riguardino direttamente il promissario acquirente.

Nell’ipotesi in cui l’inserimento di limiti al voto differenziati a seconda delle caratteristiche dei soci o di limiti al voto destinati a colpire soltanto soci con determinate caratteristiche avvenga in una società che vede già, fra i propri soci, quei soggetti che, per le loro caratteristiche, subirebbero un trattamento differenziato, occorre distinguere fra diverse ipotesi.

Per ovvie ragioni, sarebbe illegittima una clausola statutaria che introducesse un limite *ad personam* o limiti differenziati e più restrittivi a carico di uno o più soggetti determinati (nel senso di identificati con “nome e cognome”). In tale circostanza l’abuso della maggioranza, per violazione del dovere di buona fede nella modificazione del contratto sociale, sarebbe evidente e non giustificabile in alcun modo.

³⁷⁹ *Ivi*, p. 13.

Qualora fossero introdotti i suddetti limiti facenti riferimento, non ad uno o più soggetti determinati, ma ad una tipologia di soggetti che siano già soci, una considerazione autonoma meriterebbe soltanto la fattispecie che consistesse nell'introduzione di un limite di voto non in grado allo stato di colpire in concreto la partecipazione di alcun soggetto destinatario. Se la partecipazione fosse viceversa contestualmente incisa dall'adozione del limite, infatti, la questione della liceità della misura verrebbe assorbita nella più generale questione dell'ammissibilità di modificazioni statutarie che introducano limiti al voto in grado di incidere da subito sulla partecipazione eccedente di alcuni soci e andrebbe risolta sulla base degli stessi canoni.

Probabilmente, adottando l'impostazione qui accolta, l'introduzione, con modificazione statutaria, di limiti al voto differenziati, facenti riferimento a singole tipologie di azionisti, non sarebbe di per sé illegittima nemmeno nell'ipotesi in cui già fosse azionista della società un soggetto che, pur non subendo una restrizione al proprio potere di voto in virtù di una partecipazione (con diritto di voto) allo stato non eccedente il limite, possa essere esposto, a causa delle sue caratteristiche e in conseguenza di un aumento del proprio potere di voto, a restrizioni più severe di quelle cui sono esposte altre tipologie di azionisti. Tuttavia, l'azionista di cui si tratta potrebbe pur sempre impugnare la delibera provando che l'inserimento della clausola statutaria, sebbene formalmente diretto a differenziare il potere di voto fra categorie di azionisti, in realtà mascheri un provvedimento restrittivo *ad personam* e, pertanto, un provvedimento contrario a buona fede.

7.1. Segue: le disuguaglianze fra azionisti di derivazione legislativa.

Ciò che è vietato all'autonomia statutaria può essere disposto dal legislatore³⁸⁰.

Nel nostro ordinamento vi è, allo stato, una normativa *ad hoc* relativa all'esercizio del diritto di voto nelle società italiane operanti nei settori dell'elettricità e del gas da parte di

³⁸⁰ Un interessante esempio di legislazione che differenzia la posizione degli azionisti in merito all'esercizio dei loro diritti di voto è offerta dal *Control Share Acquisitions Chapter* del *Indiana Business Corporation Law, Ind. Code § 23-1-42-1* e ss. (*Supp.* 1986). La normativa prevede che qualora un azionista venga a detenere una quota di diritti di voto pari o superiore alle soglie del 20 per cento, 33 e 1/3 per cento, o 50% per cento non possa votare con le proprie azioni a meno che l'esercizio dei suoi diritti di voto sia approvato da una maggioranza di azionisti disinteressati in occasione della prima assemblea utile o di un'assemblea speciale appositamente convocata. In questa sede, l'efficacia del limite al potere di voto di un azionista rilevante dipende dalla valutazione degli altri azionisti, con la conseguenza che è ipotizzabile l'operatività del limite al voto nei confronti di alcuni azionisti (quelli sgraditi ai restanti soci perché ad esempio interessati all'acquisizione del controllo secondo modalità ostili) e non di altri (quelli che potrebbero essere chiamati dal *management* a difendere la stabilità degli assetti di controllo e nei confronti dei quali si voti per l'inefficacia delle restrizioni). La Corte suprema degli Stati Uniti ha ritenuto valida questa legge (valevole soltanto per le società incorporate nello stato dell'Indiana), in quanto non contrastante né con il *Williams Act* né con la *Commerce Clause*, nel caso *CTS Corp. v. Dynamics corp. of America*, 481 U.S. 69, 107 S.Ct. 1637, 95 L.Ed.2d 67 (1987).

soggetti controllati direttamente o indirettamente da uno Stato o altro ente pubblico straniero, detentori di una posizione dominante sul mercato nazionale e non quotati su mercati regolamentati. Il decreto legge n. 25 maggio 2001, n. 192, convertito in legge 20 luglio 2001, n. 301, contenente “disposizioni urgenti per salvaguardare i processi di liberalizzazione e privatizzazione di specifici settori dei servizi pubblici”, è stato emanato al fine di impedire che società controllate da enti pubblici stranieri possano acquisire il controllo di società italiane nei settori strategici dell’elettricità e del gas, in mancanza di condizioni di reciprocità, da intendersi come mancanza per le società italiane della possibilità di competere con la società straniera sui suoi mercati nazionali dell’elettricità e del gas, per la posizione dominante occupata da quest’ultima, o come mancanza della possibilità di partecipare al capitale di quella acquisendone partecipazioni azionarie su un mercato regolamentato. L’art. 1 del citato decreto, pertanto, dispone che il potere di voto complessivo di un soggetto straniero come sopra identificato e quello del suo gruppo di appartenenza³⁸¹ non possa essere esercitato in misura superiore al due per cento del capitale sociale della società italiana, a partire dal momento in cui la società italiana fosse autorizzata, od ottenesse la concessione, ad operare nel mercato italiano dell’elettricità e del gas.

Come è noto, questo provvedimento è stato emanato per impedire, in particolare, alla società francese Electricité de France, operatore in posizione dominante sul mercato francese dell’energia, non quotato, ed interamente controllato dallo Stato francese, di acquisire il controllo, anche solo di fatto, della società italiana Edison s.p.a., principale operatore privato, per quote di mercato e fatturato, sul mercato italiano dell’elettricità e del gas, quotato sul MTA italiano e concorrente degli ex monopolisti pubblici Eni ed Enel, allorquando nel 2001 venne lanciata un’offerta pubblica d’acquisto sulla holding Montedison, allora società controllante di Edison, da parte di un gruppo di società industriali e finanziarie italiane³⁸².

La compatibilità di questo atto normativo e del suo intendimento di erigere una barriera a difesa di settori strategici dei servizi pubblici in via di liberalizzazione e dei soggetti, sottoposti a procedure di privatizzazione, che in essi operano è stata posta in dubbio in quanto potenzialmente configgente con la normativa europea sulla libera

³⁸¹ Per gruppo di appartenenza deve intendersi, ai sensi dell’art. 1, primo comma, il soggetto, anche non avente forma societaria, che esercita il controllo, le società controllate e quelle sottoposte a comune controllo, nonché le società collegate. Il limite riguarda altresì i soggetti che direttamente o indirettamente, anche tramite controllate, collegate, società fiduciarie o per interposta persona, aderiscono anche con terzi ad accordi relativi all’esercizio del diritto di voto o comunque ad accordi o patti parasociali.

³⁸² La finalizzazione a questo obiettivo risulta peraltro confermata dalla retroattività delle disposizioni del decreto legge, efficaci a far data dal marzo del 2001, pur essendo il decreto stato emanato nel maggio del 2001.

circolazione dei capitali (artt. 56 ss., Trattato CE). Si potrebbe inoltre considerare il profilo della compatibilità con la tutela costituzionale del diritto di proprietà (art. 42 cost.) di un provvedimento che priva un azionista, senza riconoscergli alcun indennizzo, di diritti fondamentali per la gestione di una partecipazione azionaria, acquisita nella presupposizione appunto di godere e disporre di un potere di voto proporzionale ad essa e a fronte di un prezzo incorporante la facoltà di disporre di un tale potere³⁸³.

In ogni caso, emerge il dato che la diversità di natura di taluni azionisti, affatto particolari, può indurre, e ha indotto, il legislatore nazionale a comprimere il principio di uguaglianza e parità di trattamento degli azionisti per motivi di interesse generale. Si tratta dell'ennesimo esempio in cui l'applicazione di principi di diritto societario, nella misura in cui si possa annoverare uguaglianza e parità di trattamento fra i principi di diritto delle società e dei mercati mobiliari, vengono piegati ad esigenze di ordine pubblico al punto da metterne in discussione la stessa rilevanza anche in società private, non partecipate nemmeno in minima misura dallo Stato, ed interamente soggette pertanto al diritto societario comune.

8. Inosservanza dei limiti statuari al diritto di voto.

Spetta al presidente dell'assemblea il dovere di far rispettare la clausola statutaria che ponga restrizioni al diritto di voto degli azionisti.

Con l'intento di meglio precisarne funzioni e responsabilità, il riformato art. 2371 dispone che il presidente dell'assemblea, oltre a presiedere la seduta, come già prevedeva il precedente testo dell'art. 2371, "verifica la regolarità della costituzione, accerta l'identità e la legittimazione dei presenti, regola il suo svolgimento ed accerta i risultati delle votazioni". Pare pertanto che l'ordinamento abbia confermato il ruolo di garanzia del presidente dell'assemblea per quanto concerne la correttezza del procedimento assembleare. Ne consegue che è dovere del presidente dell'assemblea verificare che i soggetti che si recano a votare in assemblea esercitino il loro diritto in modo conforme alle disposizioni di legge e di statuto. Se il presidente dell'assemblea autorizzasse il conteggio di voti che per effetto della disposizione statutaria andrebbero sterilizzati o negasse efficacia a voti che viceversa andrebbero presi in considerazione, la votazione e la

³⁸³ La questione della compatibilità di una riduzione per via legislativa del potere di voto spettante ad azionisti con la salvaguardia costituzionale del diritto di proprietà si è posta in Germania allorché si è imposto alle società un termine per la conversione delle azioni a voto plurimo circolanti in azioni con diritto di voto singolo, ad evidente detrimento del potere amministrativo dei loro titolari.

conseguente deliberazione risulterebbero viziata per violazione delle norme statutarie sull'esercizio del diritto di voto e quindi, in linea di principio, annullabili.

A questo proposito occorre tuttavia por mente alle modifiche di rilievo introdotte dalla riforma del diritto societario in materia di validità e impugnazione delle delibere assembleari. L'art. 2377, quinto comma, n. 2, esclude che possa essere annullata una deliberazione viziata da errore nel conteggio dei voti o per conteggio di voti invalidi, qualora il voto invalido o l'errore di conteggio non siano stati determinanti ai fini del raggiungimento della maggioranza richiesta. Poiché l'ipotesi di un conteggio di voti che si sarebbero dovuti negare per effetto della limitazione statutaria rientra pacificamente nella nozione di conteggio di voti invalidi, l'annullamento della delibera sarebbe condizionato alla prova di resistenza della deliberazione in mancanza dei voti invalidamente espressi. Nonostante la lettera della disposizione, non v'è ragionevole motivo di ritenere che la stessa non si applichi anche all'ipotesi, inversa, in cui a non essere conteggiati siano stati voti validamente espressi. In questa circostanza non rileverebbe la circostanza che non ricorrano formalmente le condizioni dell'assenza o del dissenso alla cui sussistenza l'art. 2377, secondo comma, condiziona la legittimazione ad impugnare degli azionisti. Il quinto comma, n. 2, laddove si riferisce ai voti invalidi non può che essere interpretato nel senso di comprendere anche l'ipotesi di voti validi ma illegittimamente non conteggiati, altrimenti dovendosi riconoscere l'esistenza di una lacuna normativa bisognosa di essere colmata.

9. *Sulla sorte della clausola limitativa del diritto di voto nelle società per azioni che acquisiscono lo status di società facente appello al mercato del capitale di rischio.*

Dall'art. 2351, terzo comma, c.c., come è stato più volte messo in evidenza, si dovrebbe desumere che lo statuto delle società che fanno appello al mercato del capitale di rischio non può prevedere che, in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato ad una misura massima o disporre scaglionamenti. Per l'art. 2325-bis, c.c. sono società che fanno appello al mercato del capitale di rischio le società con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in misura rilevante. La nozione di società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante deve ricavarsi, secondo l'art. 111-bis, disp. att. c.c., dalla interpretazione dell'art. 116, t.u.f., fornita dalla Consob. L'Autorità di vigilanza ha precisato, nell'art. 2-bis, primo comma, del reg. emittenti n. 11971/1999 e successive modificazioni, che per società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante devono intendersi le società italiane che,

contestualmente: a) abbiano azionisti, diversi dai soci di controllo, in numero superiore a 200 che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%; b) non abbiano la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'articolo 2435-*bis*, primo comma, c.c. Ai sensi dell'art. 2-*bis*, secondo comma, le condizioni posta *sub a)* si considerano superate se le azioni, alternativamente, abbiano costituito oggetto di una sollecitazione all'investimento o corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio; abbiano costituito oggetto di un collocamento, in qualsiasi forma realizzato, anche rivolto a soli investitori professionali come definiti ai sensi dell'articolo 100, t.u.f.; siano negoziate su sistemi di scambi organizzati con il consenso dell'emittente o del socio di controllo; siano emesse da banche e siano acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze³⁸⁴.

Da questa disposizione regolamentare si evince che non potranno considerarsi società facenti appello al mercato di capitale di rischio quelle società che acquisiscano semplicemente un numero di soci superiore a duecento. Il semplice aumento del numero dei soci, non conseguente né ad una sollecitazione all'investimento, né ad un collocamento presso terzi in qualunque forma effettuato, né ad una negoziazione dei titoli su sistemi di scambi organizzati, non comporta il passaggio dallo *status* di società chiusa a quello di società aperta. Ne consegue, in sostanza, che l'acquisto dello *status* di società aperta non possa derivare da un aumento della base degli azionisti dovuto ad una frammentazione delle partecipazioni che non sia derivata da una delle operazioni indicate nell'art. 2-*bis*, secondo comma. Questa soluzione, che sembra giustificata, evidentemente, dalla necessità di evitare che lo *status* alternativo di società chiusa o aperta sia fatto dipendere da trasferimenti di azioni fra soci e terzi, transazioni che pur sfuggendo al controllo e alla immediata cognizione della società, finirebbero per condizionarne la condizione giuridica e condannarla ad un regime di instabilità normativa, non sembra tuttavia idonea a fugare del tutto questo pericolo. Può infatti accadere, soprattutto, nell'ipotesi di società con azioni oggetto di scambi organizzati, che il numero degli azionisti possa periodicamente superare o porsi al di sotto della soglia numerica di duecento, determinando quindi una fluttuazione della condizione giuridica della società che rende incerta la valutazione delle clausole statutarie o delle deliberazioni che sono

³⁸⁴ Non si considerano emittenti diffusi quegli emittenti le cui azioni sono soggette a limiti legali alla circolazione riguardanti anche l'esercizio dei diritti aventi contenuto patrimoniale, ovvero il cui oggetto sociale prevede esclusivamente lo svolgimento di attività non lucrative di utilità sociale o volte al godimento da parte dei soci di un bene o di un servizio.

ammesse soltanto nel tipo società per azioni chiusa o nel sotto-tipo società per azioni aperta.

Tanto premesso, occorre chiedersi cosa accada quando lo statuto di una società che acquisisca lo *status* di società aperta contenga una clausola che pone limiti al voto o dispone il voto scalare. Una clausola siffatta non potrebbe che risultare in contrasto con l'art. 2351, terzo comma, c.c. e quindi divenire nulla per violazione di norma imperativa. Si tratterebbe di una nullità di fonte particolare, in quanto non imputabile alla volontà dei soci espressa nella fase di costituzione della società ma ad un mutamento oggettivo del regime di disciplina dovuto a circostanze indipendenti dall'esercizio della libertà statutaria da parte dei soci.

Qualora, successivamente, dovessero venire meno le condizioni per l'applicazione della disciplina propria delle società aperte, perché il numero dei soci si riduce al di sotto della soglia di duecento, la nullità di una clausola limitativa del potere di voto, come, in linea di principio, la nullità di ogni altra clausola entrata in contrasto con norme imperative, dovrebbe potersi ritenere sanata e l'efficacia delle stesse tornerebbe a spiegarsi. Per quanto l'ipotesi sia di scuola, deve riconoscersi che rispetto a ciascuna clausola, legittima in un modello ma non nell'altro l'altro, possa prospettarsi un alternarsi di valutazioni di validità/invalidità al solo variare del numero dei soci.

Ciò dovrebbe valere anche nell'ipotesi in cui si addivenga ad una pronuncia del giudice che dichiari con sentenza, sulla base delle circostanze esistenti al tempo dell'impugnazione, la nullità della clausola. In tal caso, infatti, la sentenza avrebbe efficacia dichiarativa, di accertamento quindi dell'invalidità della clausola per incompatibilità della stessa con lo *status* acquisito dalla società al momento dell'impugnazione. Venendo meno successivamente i presupposti dell'invalidità per riacquisizione dello *status* di società non aperta al mercato del capitale di rischio, la clausola tornerebbe, pare, ad essere valida (anche se precedentemente dichiarata invalida in giudizio) e i limiti al voto tornerebbero ad essere efficaci.

Per la definitiva rimozione dallo statuto della clausola occorrerebbe comunque una delibera adottata dall'assemblea straordinaria. Peraltro, la mancata impugnazione per nullità della clausola nel termine di tre anni dal momento di verifica dei presupposti dell'invalidità potrebbe determinarne la definitiva sanatoria, qualora si ricavi la disciplina della nullità delle clausole statutarie originarie dalla disciplina della nullità delle deliberazioni assembleari, anche introduttive o modificative di clausole statutarie, propria

dell'art. 2379, primo comma³⁸⁵. Il consolidamento della clausola limitativa dei diritti di voto degli azionisti, secondo un'opinione recentemente espressa, imporrebbe l'osservanza dei limiti nell'adozione delle future deliberazioni, che pertanto non sarebbero impugnabili per illegittimità del sistema di attribuzione dei voti³⁸⁶. Questo orientamento, tuttavia, sembra esporsi a convincenti obiezioni, che fanno propendere, viceversa, per l'invalidità delle deliberazioni dei soci adottate sulla base di un procedimento conforme a clausola statutaria illecita, tanto nell'ipotesi in cui la clausola sia stata introdotta mediante deliberazione non più impugnabile³⁸⁷ quanto nell'ipotesi, similare, in cui la clausola sia divenuta illecita in un momento successivo a quello della costituzione della società per fatti sopravvenuti.

Il risultato di una votazione assembleare compiuta con un regime di voto illegittimo è in linea di principio impugnabile. Tanto la deliberazione assunta quanto la reiezione della

³⁸⁵ In argomento, E. Gliozzi, *Le condonabili deroghe a norme inderogabili nel nuovo diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 16 ss., a p. 18 s., che criticamente osserva come la riforma del diritto societario abbia sostituito il principio di insanabilità delle clausole statutarie nulle con l'opposto principio della sanabilità delle stesse, anche se contrarie a norme imperative.

³⁸⁶ V. i rilievi critici di E. Gliozzi, cit. *supra* alla nota 385, p. 16 ss., attinenti al nuovo sistema di sanatoria delle clausole adottate in violazione di norme imperative, che giungono sino a prospettare l'illegittimità costituzionale dell'istituto (*ivi*, p. 22 s.).

³⁸⁷ V. la massima n. 13 redatta dalla Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano che così recita: "*Sono invalide, in quanto non conformi alla legge, le deliberazioni assembleari e le decisioni dei soci adottate sulla base di un procedimento conforme a clausola statutaria illecita, introdotta con precedente deliberazione assembleare nulla per illiceità dell'oggetto, benché non più impugnabile per decorrenza del termine triennale previsto dalla legge*".

Le argomentazioni addotte a sostegno della massima sono le seguenti: "a) Non è giustificabile un diverso trattamento e valore delle clausole statutarie illecite, a seconda che esse siano presenti sin dalla costituzione della società o posteriormente adottate: nel primo caso, nessun termine è posto dal legislatore all'azione di nullità (parziale) della clausola originaria, e pertanto qui non si può ricollegare alcun effetto sanante allo spirare di un inesistente termine per l'esercizio dell'azione; sembra logico, pertanto, escludere che quell'effetto si produca anche nel secondo caso, cioè con riguardo alle clausole illecite introdotte con modifica statutaria, poiché una diversa conclusione causerebbe una notevole incoerenza sistematica; b) Conferire valore alle clausole statutarie organizzative illecite, una volta prescritta l'azione di nullità, genererebbe gravi incertezze. Ogni volta che si deve scegliere il comportamento da tenere o valutare il comportamento tenuto in vista di clausole del genere, occorrerebbe infatti verificare non soltanto se si tratta di clausole originarie (allora non vincolanti) o posteriormente introdotte, ma – in questo secondo caso – occorrerebbe pure verificare se il termine per l'impugnazione della delibera che le ha introdotte è ancora aperto (in quanto, allora, non sarebbero vincolanti) ovvero già spirato (solo in tal caso le clausole illecite potrebbero divenire vincolanti se si accogliesse l'interpretazione qui respinta). Le incertezze aumentano (e aumenterebbero in modo esponenziale se non vi fosse il controllo di legalità), ove poi si consideri che nelle s.r.l. e nelle s.p.a. chiuse la normale armonia tra i soci e l'abituale disinteresse dei terzi per le clausole organizzative interne potrebbero portare alla inamovibilità di patti illeciti di problematica interpretazione e applicazione, talora in grado di stravolgere le linee essenziali dei tipi sociali prescelti; c) Proprio ad un bisogno di certezza risponde, invece, la ratio della limitazione temporale delle azioni di impugnazione delle delibere invalide, anche per oggetto illecito: la certezza che non vengano messi in discussione comportamenti già tenuti in esecuzione di quelle delibere, specie là dove si riveli impossibile o estremamente difficile ripristinare la situazione anteriore. Ma quella ratio non ricorre nella ipotesi di adozione di clausole statutarie organizzative illecite, poiché qui si tratta di valutare, in termini di liceità/illiceità, una serie indefinita di futuri comportamenti e di futuri procedimenti decisionali pertinenti al rapporto sociale. Pur tenendo in debito conto i motivi che hanno condotto il legislatore della riforma a delimitare nel tempo le impugnazioni delle delibere nulle per oggetto illecito, non v'è alcuna ragione, ad esempio, per ritenere valide (e non impugnabili nei termini di legge) tutte le future ed eventuali deliberazioni assembleari prese in riunioni convocate in assenza totale di informazione per qualche socio, benché ciò possa essere (apparentemente) consentito da una apposita clausola statutaria nulla, approvata con delibera assembleare (nulla) da più di tre anni." I rilievi qui espressi potrebbero infatti ritenersi pertinenti anche all'ipotesi della clausola divenuta illecita per mutamento sopravvenuto dello *status* della società.

proposta di deliberazione in esito ad una votazione avvenuta con limitazione del potere di voto complessivo di uno o più soci sarebbe a sua volta illegittima, perché avvenuta in esecuzione di una clausola nulla e pertanto inefficace. Si tratterebbe di una deliberazione assunta con un errato conteggio dei voti, alcuni dei quali (quelli sopra le soglie massime) sarebbero risultati ingiustificatamente espunti. Tuttavia, per verificare se l'osservanza di una clausola nulla di limitazione ai diritti di voto porti all'annullamento del risultato della votazione occorre por mente all'art. 2377, quinto comma, n. 2), ai sensi del quale, una deliberazione è annullabile per errato conteggio dei voti soltanto se l'errore di conteggio si è rivelato determinante ai fini del raggiungimento della maggioranza richiesta.

Un interrogativo che può porsi è quello relativo ai poteri dell'autorità di controllo in materia allorché l'acquisto della qualità di società aperta passi attraverso il filtro dell'autorità stessa. Nell'ipotesi di una sollecitazione all'investimento non destinata alla quotazione delle azioni, si deve ricordare che l'art. 94, t.u.f., esige, in via preliminare, l'invio di una comunicazione alla Consob con allegato un prospetto informativo. La comunicazione alla Consob deve essere accompagnata da alcuni documenti concernenti l'emittente fra cui, per quanto rileva in questa sede, copia dello statuto vigente (Allegato IA, lett. d). Il prospetto informativo, secondo lo schema 1 dell'Allegato IB relativo alla sollecitazione/quotazione di azioni non quotate, deve contenere inoltre, nella sezione prima concernente i dati relativi all'emittente, informazioni relative agli organi sociali e agli assetti proprietari. Da questa disciplina regolamentare si evince che l'Autorità di vigilanza dovrebbe essere posta in condizione di accertare l'esistenza nello statuto della società di clausole incompatibili con lo *status* di società aperta. A questo proposito sorge l'interrogativo se la Consob possa impedire lo svolgimento della sollecitazione in mancanza di una modifica della clausola statutaria. E' dubbio che la Consob abbia il potere, non assegnatole espressamente dalla legge, di vietare una sollecitazione per la presenza di clausole statutarie non conformi al dettato legislativo di società aperta. Ai sensi dell'art. 99, t.u.f., la Consob può sospendere o vietare una sollecitazione soltanto se risultino violate disposizioni del t.u.f. o dei suoi regolamenti sulla sollecitazione all'investimento ma non, letteralmente, se vi siano incompatibilità statutarie con lo *status* di società aperta. Aderendo all'orientamento secondo cui la Consob non possa vietare un'operazione di sollecitazione all'investimento sulla base di un qualsiasi profilo di illegittimità, si dovrebbe concludere che essa sia tenuta a concedere l'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto anche se persuasa che clausole statutarie della società emittente siano incompatibili con l'acquisendo *status* di società aperta. Ciò non toglie,

tuttavia, che la Consob possa, o meglio debba, “pretendere che il prospetto segnali adeguatamente tale convincimento, potendo vietarne la pubblicazione quando tale avvertimento venga omesso”³⁸⁸.

Nell'ipotesi di sollecitazione all'investimento e contestuale richiesta di ammissione delle azioni alla quotazione su un mercato regolamentato, al filtro operato dalla Consob si aggiunge la valutazione della società di gestione del mercato regolamentato. Premesso che l'ammissione a quotazione è oggetto di un contratto che si forma sulla base dell'incontro tra la proposta inoltrata dalla società desiderosa di quotare suoi strumenti finanziari e l'accettazione della società di gestione del mercato, la società di gestione del mercato è, nell'ambito della sua politica imprenditoriale, libera di respingere la proposta come ogni soggetto che offra un servizio in condizione diversa da quella di un monopolio legale³⁸⁹. Poiché in base all'art. 2.1.3 del regolamento dei mercati gestiti da Borsa italiana s.p.a., quale condizione generale per l'ammissione a quotazione si richiede che gli statuti degli emittenti siano conformi alle leggi a cui sono soggetti, la società di gestione potrebbe a maggior ragione subordinare l'ammissione a quotazione ad una modifica della clausola statutaria che sancisse un regime di voto incompatibile con lo stato di società quotata. V'è da chiedersi, tuttavia, se la società di gestione del mercato sia tenuta a respingere la domanda qualora accerti che clausole statutarie della società richiedente siano incompatibili con lo *status* di società quotata. Tenendo in considerazione che il servizio di gestione dei mercati regolamentati, a seguito della privatizzazione della Borsa italiana e dell'emanazione delle disposizioni sull'istituzione e gestione dei mercati regolamentati, non può più considerarsi come un servizio pubblico e le disposizioni regolanti l'ammissione a quotazione (ora contenute nel regolamento deliberato dalla Borsa italiana) non possono più considerarsi norme di diritto bensì norme contrattuali, potrebbe apparire senza solide basi un divieto a carico di Borsa italiana di ammettere a quotazione emittenti i cui statuti non siano conformi alla legge. Tuttavia, il servizio di gestione di mercati regolamentati, sebbene non più di natura pubblica, incide comunque su interessi di natura pubblica, quale la tutela degli investitori oltre che la trasparenza del mercato e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni. Per questa ragione, l'art. 64, primo comma, lett. b), t.u.f., esige dalla società di gestione la verifica del rispetto del regolamento di mercato, la cui

³⁸⁸ In tal senso, R. Costi - L. Enriques, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, vol. VIII, Padova, 2004, p. 77 s.

³⁸⁹ Ci si potrebbe chiedere, tuttavia, se la normativa *antitrust* non imponga a chi offre il servizio di gestione di mercati regolamentati in condizione di monopolio di fatto (o anche solo di posizione dominante) di motivare ragionevolmente il rifiuto per non incorrere in una sanzione per comportamento (abuso di posizione dominante) anticoncorrenziale. Un rifiuto ingiustificato sarebbe rinvenibile qualora la società di gestione respinga la proposta dell'emittente nonostante questi ottemperi alle disposizioni del regolamento che disciplina la quotazione sul mercato richiesto.

approvazione da parte della Consob è condizionata alla verifica di idoneità del medesimo a soddisfare i suddetti interessi (art. 63, primo comma, lett. b), t.u.f.). Pertanto deve concludersi che la società di gestione del mercato è tenuta a verificare la conformità degli statuti degli emittenti alle norme di legge cui sono soggetti e a respingere la domanda di quotazione laddove riscontri difformità.

Non essendo peraltro la società di gestione del mercato né un interprete autentico delle norme dell'ordinamento né un giudice né un'autorità di vigilanza, alla stessa non è possibile addossare alcun obbligo ulteriore rispetto a quello del semplice accertamento delle difformità palesi o che perlomeno non richiedono la soluzione di controverse questioni giuridiche. L'esistenza di un sistema di attribuzione del diritto di voto basato sul possesso azionario e derogatorio rispetto alla regola della proporzionalità rientrerebbe fra quelle difformità che la società di gestione dovrebbe rilevare e che dovrebbero motivare o il rigetto della domanda di quotazione o un accoglimento della domanda subordinato ad una previa modifica statutaria.

Una deliberazione dell'assemblea straordinaria di una società facente appello al mercato del capitale di rischio che introducesse limiti la diritto di voto o il voto scalare sarebbe nulla per illiceità dell'oggetto, non già meramente annullabile. La clausola infatti introdurrebbe un regime di voto derogatorio a quello basato sul criterio di proporzionalità, che è stato espressamente giudicato dal legislatore come incompatibile con l'apertura al mercato del capitale di rischio. Anche considerando la distinzione del regime di invalidità delle deliberazioni basata sulla natura degli interessi violati, il risultato non dovrebbe mutare. Come si è fatto sopra notare, l'interesse tutelato dall'art. 2351, terzo comma, non è soltanto quello dei soci a fruire di un potere di voto allineato all'ammontare dell'investimento ma è quello generale alla non sottrazione delle società, identificabili come aperte, al mercato del controllo societario mediante un particolare regime di voto derogatorio rispetto al principio di proporzionalità. L'art. 2351, terzo comma, deve pertanto essere qualificato come norma imperativa posta a tutela degli interessi dei soci e del mercato in generale. Nonostante il nuovo regime di nullità delle deliberazioni con oggetto impossibile o illecito introdotto con l'art. 2379, primo comma, fissi in tre anni il termine di prescrizione per l'impugnazione e il decorso del termine porti al definitivo consolidamento della clausola illecita, non sembra comunque che si possa convenire con chi ritiene che ogni deliberazione assunta successivamente in ottemperanza ad essa non sia contestabile sotto il profilo della nullità originaria della clausola sul voto.

10. *Adozione e rimozione di una clausola limitativa dei diritti di voto nel corso della vita della società.*

L'art. 2351, terzo comma, nel sancire l'ammissibilità in via generale di limiti al potere di voto nelle società che non fanno appello al mercato del capitale di rischio, non si pronuncia espressamente sulla possibilità che essi siano introdotti anche mediante una deliberazione dell'assemblea straordinaria *durante societate*. Nonostante il silenzio del legislatore, a tale interrogativo deve essere data risposta positiva, sia pure con qualche precisazione.

Un'argomentazione contraria, che tragga spunto dalla dizione letterale della norma e quindi dalla non menzione dell'opzione della modificazione statutaria, non pare seriamente sostenibile. E' vero infatti che il legislatore in numerose circostanze ha precisato che una clausola statutaria può essere tanto contenuta nella versione originaria dello statuto quanto inserita successivamente mediante deliberazione di modificazione dello statuto, fornendo perciò spunto per il riconoscimento di un potere di modificazione e integrazione statutaria su iniziativa di una maggioranza nelle sole ipotesi previste dalla legge. Questo è il caso, ad esempio, degli artt. 2348, 2349, 2355-*bis*, 2420-*ter*, 2443, 2446. Tuttavia, non vi è motivo di ritenere che, salvo diversa disposizione di legge, tutto ciò che possa far parte dello statuto sin dall'origine non possa essere inserito anche successivamente. Nel nostro ordinamento, infatti, non era rinvenibile prima della riforma e a maggior ragione non è rinvenibile ora alcuna norma che limiti in tal senso l'autonomia statutaria nel corso della vita sociale.

Un'obiezione più consistente potrebbe essere quella che contesti la possibilità di introdurre, mediante modificazione statutaria, limiti al diritto di voto che vadano ad incidere immediatamente sul potere di voto di uno o più soci senza il consenso di questi. Sarebbe il caso di una clausola statutaria, introdotta con deliberazione adottata a maggioranza, che stabilisca, in cifra assoluta o in rapporto al capitale sociale, un numero massimo di voti a disposizione dei soci inferiore al numero dei voti di cui alcuno fra essi, in virtù della propria partecipazione azionaria, sarebbe legittimato ad esprimere ai sensi dell'art. 2351, primo comma. Si potrebbe essere tentati di sostenere che una tal delibera, in quanto determini una lesione di diritti soggettivi del socio, nella fattispecie consistente in una riduzione dei diritti di voto ad esso altrimenti spettanti, sia del tutto inefficace nei confronti dell'azionista dissenziente direttamente colpito o annullabile *ex art. 2377 c.c.*³⁹⁰.

³⁹⁰ Affermava A. Vighi, cit. *supra* alla nota 37, p. 79 s., che il singolo azionista non è titolare di una pretesa alla non modificabilità della sua quota di partecipazione alla formazione della volontà sociale. L'assemblea può, pertanto,

Il problema della legittimità dell'inserimento a maggioranza di limiti statuari ai diritti di voto con il dissenso degli azionisti immediatamente colpiti si è posto in Germania ed è stato risolto dal *Bundesgerichtshof* in senso favorevole all'ammissibilità³⁹¹. Il richiamo di codesta pronuncia è assai significativo per l'interprete italiano, giacché questi si trova a riflettere su una disposizione redatta in maniera speculare a quella tedesca. Occorre tuttavia tenere presente che la società in questione (la Mannesmann AG) era quotata e pertanto alcune delle motivazioni addotte dai giudici (in particolare, quelle che affrontano il problema della *Kursverlust* delle azioni)³⁹² per giustificare la soluzione accolta non sarebbero del tutto pertinenti allorché si considerasse la medesima fattispecie in una società non quotata. E' vero però che la maggior parte di quelle argomentazioni, se ritenute convincenti in relazione ad una società quotata, dovrebbe a maggior ragione essere ritenute tali in rapporto ad una società non aperta, ove quindi gli interessi del mercato non entrano in gioco.

Il Tribunale federale ha dapprima rilevato che nel diritto azionario tedesco sono passibili di modifica statutaria tutte le clausole che possono essere originariamente fissate nello statuto, siano esse poste come regola dalla legge o siano esse deviazioni dalla regola espressamente consentite ai sensi del § 23, *Abs. 5, Satz. 1, AktG*. Per ritenere che una tale possibilità sia esclusa o limitata, argomentano i giudici, occorrerebbe che la legge si pronunciasse espressamente, come nel caso del § 237, *Abs. 1, Satz. 2, AktG* (*Zwangseinziehung*). Una tale limitazione in materia di *Höchststimmrechte* non sarebbe, secondo il *BG*, desumibile da alcuna disposizione.

I giudici, successivamente, sgombrano il campo dalla questione della legittimità di un'introduzione successiva di *Höchststimmrechte* che non riducano il potere di voto di alcun azionista perché ciascuno di essi è titolare di una quota inferiore a quella fissata come *Höchstquote*. In tal caso, infatti, tutti gli azionisti sarebbero interessati *gleichmäßig* in proporzione alle rispettive partecipazioni. Non si potrebbe inoltre obiettare che una tale previsione porterebbe ad una riduzione del valore delle azioni, innanzi tutto perché una tale riduzione di valore è possibile ma non inevitabile e comunque perché essa

modificare la proporzione del numero dei voti spettanti ai soci. Tuttavia, una tale facoltà incontra comunque un limite inviolabile nel "diritto individuale di uguaglianza di trattamento". Il rispetto di questo diritto comporterebbe l'impossibilità per l'assemblea di fissare nuovi limiti al potere di voto che colpiscano direttamente soltanto alcuni azionisti.

Sulla teoria dei diritti soggettivi dei soci come limite al potere di modificazione statutaria della maggioranza v. ampiamente G. Marasà, *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 6*, Torino, 1993, p. 3 ss., a p. 103 ss.

³⁹¹ La pronuncia del 19-12-1977 (in *BGHZ*, 70, 1978, p. 117 ss.) ha confermato quanto già statuito dai tribunali territoriali (*Landgerichtshof e Oberlandgerichtshof* di Düsseldorf) e in particolare da *OLG* nella sentenza del 21-6-1976 (in *AG*, 1976, p. 215 ss.), dalla cui impugnazione è originato l'intervento del tribunale federale di ultima istanza.

³⁹² Ma anche su questo punto è opportuno svolgere qualche precisazione in seguito.

dipenderebbe da una “unnatürliche, weil spekulative Kursbildung”. Né si potrebbe addurre la perdita da parte degli azionisti maggiori di chance di cessione dell'intero pacchetto azionario a prezzi maggiori giacché questa eventualità dipende dall'alea e dalle condizioni del mercato e non può pertanto indurre a fondare una pretesa ad ottenere la tutela di una determinata situazione giuridica.

Completamente differente, come riconosce lo stesso *BG*, è la situazione che si pone allorché vengano introdotti limiti al voto quando vi sono già uno o più azionisti titolari di una partecipazione con diritto di voto superiore a quella fissata come soglia massima ai fini del suo esercizio. Nonostante l'ammissione implicita della maggiore delicatezza della questione, i giudici contestano che il diritto azionario tedesco regoli la posizione giuridica dell'azionista, anche per quanto concerne il diritto di voto, in maniera necessariamente proporzionale alla partecipazione al capitale sociale affinché sia preservata la *Gleichbehandlung* fra gli azionisti. La dimostrazione della non correttezza di questo assunto deriverebbe dallo stesso § 134, *Abs. 1, Satz 1* sui limiti al voto nonché dai §§ 12, *Abs. 2, Satz 2* e 139. In ogni caso, ed è questo l'argomento centrale della Corte tedesca, il carattere di organizzazione corporativa proprio della società per azioni impone all'azionista il dover accettare, entro certi limiti, anche interventi sui suoi diritti partecipativi che, nelle concrete circostanze del singolo caso, gravano su di lui in misura più severa di quanto non pesino sui diritti partecipativi di altri azionisti. Perché la sottoposizione alla manomissione dei propri diritti partecipativi non sia contestabile, secondo i giudici, è sufficiente che ricorrano le seguenti condizioni: a) che la deliberazione sia stata valutata come necessaria nell'interesse sociale da una maggioranza qualificata; b) che il legislatore ritenga l'obiettivo postosi dalla maggioranza meritevole di essere perseguito; c) che l'operazione non sia condotta in maniera del tutto arbitraria. Secondo il *BG* dietro all'ammissibilità dei limiti al potere di voto, desumibile dalla lettera e dal sistema della legge azionaria, vi sarebbe una ponderazione di interessi. Che il diritto di voto sia il “wichtigste mitgliedschaftliche Verwaltungsrecht” dell'azionista sarebbe indubbio, come dimostrerebbe la circostanza che la totale negazione del diritto di voto o non è ammessa o, come attesta la disciplina della conversione delle azioni con diritto di voto in azioni di risparmio prive del diritto di voto, fatta dipendere dal consenso degli azionisti interessati, è permessa in modo espresso dalla legge. Tuttavia, rileva il collegio giudicante, una clausola limitativa del diritto di voto in realtà non necessariamente esclude l'azionista direttamente colpito dal potere di influire sull'amministrazione della società. In particolare, se egli fosse titolare di una significativa quota di capitale, potrebbe impedire ai

restanti soci l'adozione di quelle deliberazioni che richiedono il voto favorevole di una elevata maggioranza di capitale.

In ogni caso, vi sarebbero esigenze della società che potrebbero sempre presentarsi e che richiedono come strumento per il loro soddisfacimento proprio *Höchststimmrechte*, quali la protezione contro concentrazioni della proprietà azionaria nelle mani di soggetti esteri o nazionali, il rafforzamento dell'indipendenza del consiglio di gestione, la tutela dei piccoli azionisti al cospetto dell'influenza esercitata da detentori di rilevanti pacchetti azionari e quindi, in definitiva, il mantenimento del carattere di *Publikumsgesellschaft* corrispondente al modello originario. Queste esigenze, come anche la difesa da attacchi di imprese concorrenti, potrebbero porsi sin dall'inizio, così come emergere soltanto in un momento successivo. Sarebbe pertanto incongruo limitare il ricorso all'istituto soltanto alla fase costitutiva della società. Il singolo azionista non gode di una tutela assoluta contro possibili compromissioni dei suoi diritti partecipativi, compreso il diritto di voto, quando esse siano deliberate da una maggioranza rafforzata per il perseguimento di sovraordinati obiettivi societari e il legislatore le ritenga giustificate in considerazione del bene comune. Peraltro egli non avrebbe diritto nemmeno ad un risarcimento per la perdita di valore del suo pacchetto azionario poiché la legge non riconosce ad alcun azionista il diritto alla conservazione del valore economico della propria partecipazione nella prospettiva di una futura vendita della stessa.

Sull'autorevole pronuncia del *BG* possono essere svolte alcune considerazioni.

Il giudizio non pare del tutto convincente laddove si basa su considerazioni di politica del diritto ampiamente discusse nel corso di questo lavoro. In ogni caso, considerazioni di tal natura, ancorché condivisibili, non varrebbero di per sé a legittimare un'operazione non consentita dal diritto positivo. Orbene, nel silenzio della legge, la soluzione del problema non può che ricavarsi, così come ha indicato lo stesso *BG*, dal sistema delle norme dedicate al diritto di voto degli azionisti come diritto individuale, ai poteri della maggioranza assembleare e alle modificazioni statutarie.

Per quanto concerne il diritto italiano, dall'esame dell'art. 2351 si evince che la libertà di deviare per via statutaria dalla regola un'azione, un voto, se si esclude la sola fattispecie del voto plurimo, è massima. Ciò non significa, tuttavia, che il diritto di voto non sia più un diritto essenziale dell'azionista. Significa soltanto che gli azionisti possono rinunciare a fruire di un diritto di voto pieno per ogni azione che possiedono. Rimane però impregiudicata la questione se gli azionisti possano essere impediti senza il loro consenso dall'esercitare in modo pieno i loro diritti di voto perché così ha deciso una maggioranza

assembleare. Non si può pertanto sostenere che colui che aderisce ad un contratto di società per azioni implicitamente accetta l'ipotesi che in futuro i suoi diritti partecipativi vengano menomati senza il suo consenso. Occorre prima dimostrare che questi diritti possano essere in effetti menomati senza la sua approvazione. E' fuor di dubbio che la riforma abbia esteso la facoltà dei soci di negoziare la distribuzione dei diritti di voto con un grado di libertà prima sconosciuta ma occorre chiedersi se il presupposto sia pur sempre quello di una manifestazione del consenso da parte dei singoli soci ai meccanismi di assegnazione prescelti, consenso che, per i limiti al diritto di voto originariamente previsti, sarebbe desumibile *de plano* dall'adesione al contratto sociale.

Se si adottasse una logica proprietaria, tale per cui il diritto di voto sia considerato come un componente del diritto di proprietà delle azioni poiché consente di godere delle stesse attraverso la partecipazione alla vita sociale ed al fine di una valorizzazione della partecipazione, si potrebbe essere tentati di negare che al di fuori dei casi espressamente previsti dalla legge un azionista possa essere privato del proprio diritto di voto³⁹³. Tuttavia un punto di vista che faccia perno sul diritto di proprietà delle azioni è destinato probabilmente all'insuccesso allo stato attuale del diritto positivo e dei risultati cui è pervenuta la dottrina, ove la dimensione contrattuale del rapporto di società e dei diritti, compreso il diritto di voto, che da esso derivano assume una valenza privilegiata. La valorizzazione della dimensione contrattuale e della libertà dei soci di negoziare il contenuto del contratto che meglio ritengono confacente ai propri interessi rafforza contestualmente la tesi secondo cui i soci possono, con l'osservanza delle procedure previste dalla legge, intervenire anche successivamente sul contenuto del contratto originario, per adeguarlo alle nuove o mutate esigenze. A tal fine sarebbe sufficiente l'osservanza del principio maggioritario, che consente ai soci di adeguare la loro organizzazione societaria alle esigenze di cui di volta in volta la maggioranza, nel rispetto della legge, si fa interprete. Anche laddove si privilegiasse la dimensione organizzativa della società, il risultato non dovrebbe mutare. Trattandosi la società di un'organizzazione che per vivere e sopravvivere accoglie il principio maggioritario anche per addivenire a modifiche sostanziali delle proprie basi organizzative, il diritto di proprietà su strumenti di partecipazione all'organizzazione sociale assume una connotazione del tutto peculiare, distante dal concetto di proprietà proprio del diritto civile e da quello di un diritto destinatario di una protezione assoluta contro ogni tentativo di minarne il godimento o la

³⁹³ Questa prospettiva è stata sostenuta nella dottrina spagnola da Sánchez Andrés, *Las acciones*, in Uria, Menéndez, Olivencia, *Commentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV, vol. 1º, Madrid, 1994 (citato da A. Recalde Castells, cit. *supra* alla nota 8, p. 135).

disponibilità. Il contenuto del diritto di proprietà delle azioni non va quindi determinato in astratto ma deriva dall'insieme delle disposizioni legali e statutarie e da queste è descritto e circoscritto³⁹⁴.

Una riprova si ha nel definitivo smarrimento di alcuni dei diritti soggettivi che si pretendeva riconoscere ai singoli soci come diritti indisponibili senza il loro consenso. Il riferimento è al preteso diritto alla libera trasferibilità della quota, al diritto individuale alla conservazione della qualità di socio e all'opposto diritto al conseguimento della quota di liquidazione.

Dal preteso diritto alla libera trasferibilità della quota si pretendeva desumere la regola dell'unanimità per l'introduzione delle clausole di gradimento al trasferimento delle partecipazioni sociali. Già la giurisprudenza di merito più recente aveva contestato l'obbligo dell'unanimità. Oggi, l'art. 2355-*bis* consente non soltanto la previsione originaria di clausole di mero gradimento ma anche un divieto di cessione delle partecipazioni della durata di cinque anni, del quale ammette espressamente l'introducibilità anche in una fase successiva a quella della costituzione. Dal preteso diritto alla conservazione della qualità di socio si era desunta l'inammissibilità di una ricapitalizzazione della società allorché il capitale si fosse azzerato in conseguenza di perdite. Già prima della riforma, in considerazione del sistema e in particolare del principio di conservazione degli enti societari (desumibile ad es. dalle ipotesi tassative di nullità del contratto sociale e di sanatoria delle stesse e dagli artt. 2447 e 2448, n. 4), da un lato, e del riconoscimento del diritto d'opzione, dall'altro, si era efficacemente obiettato che il singolo azionista, nonostante l'annullamento delle proprie azioni, se avesse voluto avrebbe potuto partecipare alla ricapitalizzazione e mantenere quindi inalterato il suo *status* di socio. Né pareva equo condannare ad estinzione una società per mancanza del raggiungimento del consenso unanime fra gli azionisti pur in presenza di un consenso maggioritario. A queste osservazioni, che continuano ancora oggi a mantenere inalterato il loro spessore, si è aggiunta, sia pure nel solo ambito della s.r.l., la facoltà di ottenere l'esclusione per giusta causa del socio nei casi previsti dallo statuto (art. 2473-*bis*). Infine, il diritto ad ottenere la quota di liquidazione al verificarsi di una causa di scioglimento della società è oggi palesemente contraddetto dall'art. 2487-*ter* che autorizza la società a revocare in ogni momento lo stato di liquidazione con le maggioranze richieste per le assemblee straordinarie. Alla luce di questi dati, la teoria dei diritti individuali dei soci, indisponibili da parte della maggioranza, non può che misurarsi con una nuova realtà

³⁹⁴ Cfr. A. Recalde Castells, cit. *supra* alla nota 8, p. 135 ss.

normativa, che pare quanto meno divergere dalla (se non proprio configgere con la) prima³⁹⁵.

Altra opzione per ostacolare l'inserimento a maggioranza di clausole limitative del diritto di voto senza il consenso dei soci direttamente incisi è quella che fa perno sul *Gleichbehandlungsgebot*. Partendo dalla constatazione che l'introduzione di limiti statuari al diritto di voto rappresenta una deviazione dal principio della parità di trattamento, secondo il quale al socio deve essere attribuito un potere di voto proporzionale al valore dell'investimento effettuato, una delibera modificativa di questo *Gleichbehandlungsmaßstab* dovrebbe ottenere l'approvazione di tutti gli azionisti che siano pregiudicati dalla loro adozione³⁹⁶. Sebbene, infatti, una clausola limitativa del diritto di voto introdotta *ex novo* che si riferisca in generale a tutti gli azionisti che vengano a trovarsi nella situazione di possedere una partecipazione eccedente la soglia massima per l'esercizio del diritto di voto non violi il principio di parità di trattamento dal punto di vista formale, dal punto di vista sostanziale una lesione di tale principio si verifica a carico di quegli azionisti che, nella situazione concreta, già detengano una partecipazione eccedente³⁹⁷. Per questa ragione una tal delibera dovrebbe essere giudicata invalida³⁹⁸. A questa tesi sarebbe forse possibile replicare sottolineando il rischio di una petizione di principio se non si dimostra che la regola della proporzionalità è l'unico criterio di allocazione dei diritti di voto all'interno della società e che pertanto ogni

³⁹⁵ Facendo applicazione della teoria dei diritti soggettivi del socio, indisponibili senza il suo consenso, M. Casella, cit. *supra* alla nota 61, p. 449 s. ritiene che tanto la rimozione quanto l'introduzione del voto scalare, incidendo sui diritti partecipativi di tutti i soci, necessitano per la loro legittimità dell'approvazione unanime dei soci.

³⁹⁶ Tesi sostenuta da W. Zöllner, cit. *supra* alla nota 136, *Rdn.* 48, p. 1394, che vede nell'introduzione successiva di un *Höchststimmrecht* una modificazione del criterio di attribuzione dei diritti di voto, e poi da U. Immenga, cit. *supra* alla nota 311, p. 1043 s., che tuttavia precisa che un cambiamento del criterio di attribuzione dei diritti di voto si realizza soltanto nella misura in cui la limitazione statutaria viene ad incidere in concreto sulla partecipazione dell'azionista. In precedenza questo tipo di argomentazione era stato sollevato da H. Meilicke, *Übergang vom Handelsgesetzbuch zum Aktiengesetz*, in *JW*, 1937, p. 2430 (citato da U. Immenga, cit. *supra* alla nota 311, p. 1044), il quale, rifacendosi ad una sentenza del *Reichsgerichts* che aveva ritenuto non sufficiente una delibera maggioritaria degli azionisti privilegiati per rendere efficace una riduzione dei loro privilegi e invece necessario il consenso di ogni singolo azionista pregiudicato, faceva applicazione della teoria dei *Sonderrechte*, che tuttavia, stando a quanto riferisce Immenga, già a metà degli anni '70 poteva dirsi in Germania definitivamente superata.

³⁹⁷ All'orientamento secondo cui occorra il consenso unanime degli azionisti immediatamente incisi aderisce anche A. Recalde Castells, cit. *supra* alla nota 8, p. 162 ss. L'autore, peraltro, ricorda che una non recente pronuncia del Supremo Tribunale spagnolo (*STS*, 1-7-1961, in *Col. Jur. Civ.* 544/1961) ha giudicato legittima una delibera modificativa dello statuto sociale che elevava da cinque a duecento il numero minimo di azioni richiesto per l'esercizio del diritto di voto, nonostante anteriormente alla modifica vi era un azionista titolare di sole tredici azioni. I giudici non hanno ritenuto rilevanti gli effetti in termini di discriminazione sostanziale ritenendo sufficiente, ai fini della validità della delibera, che la clausola si applicasse con carattere generale a tutti gli azionisti (*ivi*, p. 149, nota 269, e 163, nota 294).

³⁹⁸ M. Casella, cit. *supra* alla nota 61, p. 450, partendo dalla considerazione che una deliberazione introduttiva del voto scalare incide "sui diritti di ogni singolo interessato" e che pertanto è richiesto il consenso unanime dei soci per la sua adozione, deriva dalla mancanza dell'approvazione unanime la sanzione della inefficacia o della nullità e non già quella della mera annullabilità. Per l'annullabilità, invece, la dottrina maggioritaria tedesca e spagnola, in linea con l'abbandono della teoria dei diritti individuali indisponibili del socio senza il suo consenso (cfr. A. Recalde Castells, cit. *supra* alla nota 8, p. 168, testo e nota 305).

deviazione dalla stessa, anche se ammessa in linea di principio dalla legge, debba ottenere il consenso degli azionisti che dalla deviazione risultino pregiudicati.

In ogni caso è una disposizione molto opportunamente introdotta dal legislatore italiano e invece assente nel diritto tedesco che risolve, come era legittimo attendersi dal diritto positivo, la questione della possibilità di inserire a maggioranza limiti al voto affliggenti alcuni soci³⁹⁹. Si tratta dell'art. 2437, primo comma, lett. g) che riconosce il diritto di recesso all'azionista che non abbia concorso all'approvazione di una delibera di modificazione dello statuto concernente i diritti di voto o di partecipazione. Sarebbe a questo punto un'interpretazione forzata quella che volesse eventualmente limitare la portata del diritto di recesso agli azionisti dissenzienti non direttamente colpiti dalla nuova clausola statutaria perché titolari di un potere di voto inferiore a quello massimo consentito. Così interpretata la disposizione sarebbe praticamente priva di senso poiché in una società chiusa le partecipazioni azionarie sono tendenzialmente stabili, non essendoci azioni sul mercato da acquistare, e pertanto ben difficilmente necessiterebbe di protezione un azionista che abbia una quota di diritti di voto inferiore a quella consentita e non agevolmente incrementabile senza accordi con gli altri, parimenti stabili, soci.

Questa opinione è del resto confortata dall'utilizzo che nella riforma è stato fatto dell'istituto del recesso. L'art. 2437, secondo comma, lett. b) indica come causa di recesso, salvo che lo statuto disponga diversamente, l'introduzione di vincoli alla circolazione delle azioni. Il riferimento è all'art. 2355-*bis* che consente la sottoposizione del trasferimento delle azioni nominative a particolari condizioni previste nello statuto nonché l'introduzione di un divieto di cessione della durata massima di cinque anni. Inoltre, un diritto di recesso (o un obbligo di acquisto a carico della società) a favore di colui che intenda alienare deve essere obbligatoriamente previsto perché siano efficaci clausole che subordinano il trasferimento delle azioni al mero gradimento di organi sociali o di altri soci. Il diritto di recesso viene inoltre accordato agli azionisti che, fra l'altro, non approvino la deliberazione che revoca lo stato di liquidazione (art. 2437, primo comma, lett. d)).

Da questa disciplina si evince che non esiste allo stato attuale dell'ordinamento un diritto alla libera trasferibilità delle azioni ovvero ad ottenere la quota di liquidazione al verificarsi di una causa di scioglimento. Pur tuttavia, il legislatore, al fine di compensare i soci della privazione di quelli che taluno in dottrina considerava diritti indisponibili senza il consenso dei singoli soci, ricorre all'istituto del recesso. Nella medesima prospettiva, di

³⁹⁹ A favore dell'introducibilità a maggioranza mediante modifica statutaria di una clausola limitativa del diritto di voto senza necessità del consenso dei soci direttamente incisi, v. già L. Calvosa, cit. *supra* alla nota 54, p. 206 ss.

compensazione quindi per la possibile e ammissibile sottrazione di quote di potere di voto, il legislatore riconosce a chi dissenta da questa sottrazione la facoltà di recedere e realizzare pienamente il valore del proprio investimento. Il riconoscimento del diritto di recesso in tale circostanza ha pertanto un duplice significato. In primo luogo, l'attribuzione del diritto di recesso e il riconoscimento implicito dell'ammissibilità di un intervento riduttivo del potere di voto degli azionisti che superino una determinata soglia inducono a non considerare più il diritto di voto come un diritto intangibile senza il consenso del socio che ne è titolare. La maggioranza assembleare può deliberare, in linea di principio e salvo le precisazioni che seguiranno, l'introduzione di un tetto ai diritti di voto anche se, a seguito di tale misura, alcuni azionisti siano destinati a vedersi privati di una quota di diritti di voto di cui in precedenza godevano. D'altra parte, si può altresì desumere dal sistema che il diritto di voto rimane un diritto non comprimibile senza il consenso del socio o senza una forma di tutela alternativa dello stesso, perché si tratta pur sempre di un diritto fondamentale, che per il socio ha una funzione ed un valore⁴⁰⁰. Pertanto all'azionista che dissenta dalla prospettiva di subire una (legittima) menomazione del suo potere partecipativo è riconosciuta la facoltà di uscire dalla società e di uscire con le garanzie patrimoniali, in merito all'ammontare della quota di liquidazione, proprie dell'istituto del recesso.

Anche la vicenda della rimozione di limiti statuari al potere di voto merita di essere presa in considerazione. Anche in tale ipotesi, si giustifica pienamente, dinnanzi alla prospettiva di un mutamento negli assetti di potere della società e nella sua futura *governance*, il riconoscimento del diritto di recesso in favore dell'azionista che dissenta dalla rimozione dei vincoli all'esercizio del diritto di voto. La rimozione del vincolo e il ripristino della regola un'azione, un voto potrebbe consegnare il controllo della società nelle mani di quell'azionista che detenga già una partecipazione maggioritaria o comunque consentire in futuro l'acquisizione di un controllo solitario sulla società. Potendo la ferrea applicazione delle regole capitalistiche insite nel principio *one share, one vote* non essere gradite a singoli azionisti, come quelli che in ipotesi avevano aderito alla società sperando di contare in misura più che proporzionale rispetto alla loro

⁴⁰⁰ Cfr. T. Baums, cit. *supra* alla nota 233, p. 230, che non pone in discussione, sulla scorta della pronuncia del BG, la legittimità di una deliberazione che introduca limiti statuari, anche se questi siano destinati a colpire direttamente alcuni azionisti, ma rileva, tuttavia, che "Allerdings wäre insoweit eine Regelung, die dem betroffenen Aktionär einen Anspruch auf angemessene Abfindung einräumen würde, überzeugender als die derzeitige Rechtslage, nach der er von den anderen Aktionären ohne seine Zustimmung enteignet werden kann.". Il legislatore italiano, a differenza di quello tedesco, ha fornito, o ha creduto di fornire, all'azionista che venga, come afferma Baums, "enteignet" ("parzialmente espropriato"), un "Anspruch auf angemessene Abfindung" ("diritto ad un adeguato indennizzo") consistente nel diritto al recesso.

partecipazione, pare congruo consentire una via d'uscita a chi non approvi un cambiamento radicale delle regole di *governance*⁴⁰¹.

Si noti che facendo riferimento l'art. 2437, primo comma, lett. g) anche a sole "modificazioni", ne consegue che anche il mero innalzamento o la mera riduzione di un tetto al diritto di voto già esistente varrebbero come causa di recesso⁴⁰².

11. *Delibera di introduzione di limiti al diritto di voto e abuso di potere.*

Il fatto che una maggioranza assembleare possa deliberare l'inserimento in statuto di una clausola che limiti il potere di voto degli azionisti anche quando il limite finisce per colpire immediatamente alcuni fra essi non significa che una delibera siffatta debba sfuggire in ogni caso da un sindacato di legittimità della stessa.

Il riconoscimento del diritto di recesso costituisce certamente uno strumento di tutela degli azionisti dissenzienti ed in particolare di quelli che più risultano afflitti dalla nuova clausola. E' chiaro tuttavia che avvalersi del recesso significa pur sempre sciogliere il rapporto sociale, ciò che può recare una variegata gamma di pregiudizi al socio recedente. Oltre, infatti, alla perdita della possibilità di partecipare per il futuro all'attività comune allo scopo di dividerne gli eventuali utili, non si possono sottacere i pregiudizi non patrimoniali al quale il socio recedente potrebbe essere esposto, consistenti ad esempio nello scioglimento del "legame affettivo" che lega il socio fondatore alla società da lui fondata o nella perdita di prestigio conseguente alla "sconfitta" nella battaglia per l'esercizio di un'influenza dominante su una data società. Il recesso offre una compensazione ma non equivale né potrebbe equivalere ad un risarcimento integrale dei danni patrimoniali e non che il socio viene a subire. Pertanto, perché il socio dissenziente

⁴⁰¹ Coerentemente alla sua impostazione, U. Immenga, cit. *supra* alla nota 311, p. 1044, ritiene che la rimozione di una clausola di limitazione del diritto di voto sia condizionata all'approvazione dei soli azionisti colpiti dalla disposizione statutaria e non da quegli altri azionisti che, a seguito della soppressione, vengano a subire una riduzione del loro complessivo potere di voto a seguito del ristabilimento del principio di proporzionalità. La ragione starebbe nel fatto che per gli azionisti in precedenza non affetti dalla disposizione statutaria non vi sarebbe formalmente né un'alterazione del principio di proporzionalità né l'introduzione di un nuovo criterio di distribuzione dei diritti di voto. Più convincentemente, W. Zöllner, cit. *supra* alla nota 136, *Rdn.*, 49, p. 1394 s., ritiene che anche una soppressione dei limiti statuari produca una „Verstoß gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz“ e pertanto sia richiesto il consenso di tutti gli azionisti il cui potere di voto sia negativamente affetto dalla deliberazione assembleare.

⁴⁰² Peraltro è da ritenersi, in considerazione del potere dell'assemblea di modificare le proposte di delibera poste all'ordine del giorno (quanto meno di quelle proposte il cui inserimento nell'ordine del giorno di un'assemblea non sia atto riservato agli amministratori), che l'assemblea possa approvare una delibera che preveda una soglia massima per l'esercizio del potere di voto diverso da quella inizialmente proposta. Invero, non si vede motivo per negare il potere dell'assemblea anche di scegliere un sistema di voto scalare, nonostante sia stato proposto nell'avviso di convocazione una clausola di limite massimo al potere di voto, e viceversa. In proposito, la sovranità dell'assemblea non dovrebbe ritenersi compressa in alcun modo, potendo anzi una diversa e meglio calibrata determinazione del contenuto della clausola derivare eventualmente da un opportuno e approfondito dibattito assembleare che prevenga future contestazioni.

non possa allegare di aver subito un danno *contra ius*, è necessario che la deliberazione assembleare sia adottata, come ogni deliberazione dovrebbe essere adottata, nel rispetto dell'interesse sociale e senza abuso o eccesso di potere o violazione delle regole di correttezza e buona fede nei confronti di singoli soci.

Mi pare difficilmente sostenibile che uno o più soci che votino per l'introduzione di limiti al voto possano essere giudicati in conflitto di interessi ai sensi dell'art. 2373. I termini del conflitto disciplinato nell'art. 2373 sono, come è noto, l'interesse personale di un socio, da un lato, e l'interesse della società, dall'altro. È naturale che i soci votanti a favore della delibera perseguano il proprio interesse a che la società non cada nelle mani di qualche socio in grado di acquisire una partecipazione maggioritaria e, parallelamente, a ottenere un incremento del proprio peso deliberativo, nel presupposto, ovviamente, che la soglia prefissata sia superiore all'ammontare della partecipazione dei votanti a favore. Ciò che non convince è l'esistenza di un interesse della società a che sia mantenuto fermo il criterio di proporzionalità fra la misura della partecipazione e il peso deliberativo dei soci. Nel campo delle società che non fanno appello al mercato del capitale di rischio, ma con osservazione estendibile anche alle società quotate, non sembra ravvisabile né un interesse giuridicamente protetto della società stessa a rimanere contendibile né un preteso interesse comune dei soci a non vedere impedita la possibilità per ciascuno di essi di cedere in futuro la propria partecipazione ad un soggetto interessato ad acquisire il controllo. Pertanto non paiono identificabili i presupposti di un conflitto di interessi invalidante ai sensi dell'art. 2373.

Fattispecie insidiosa è invece quella dell'adozione di una delibera che, nella neutralità dell'interesse sociale, produca effetti negativi su uno o più soci soltanto. È il caso del socio che subisca una decurtazione del potere di voto garantitogli da una partecipazione significativa; ma è anche il caso del socio che abbia stipulato un preliminare di acquisto di una partecipazione significativa o abbia comunque conseguito in vario modo il diritto ad acquistare una partecipazione significativa. Può ben darsi che per determinate circostanze di tempo e di modo una delibera siffatta non superi il vaglio di un sindacato basato sui principi della buona fede e della correttezza.

L'onere della prova graverebbe evidentemente sul socio che pretendesse di essere stato ingiustamente leso e sarebbe certamente di problematico esperimento. Se tuttavia risultasse l'intendimento della maggioranza assembleare di colpire i diritti partecipativi di un determinato socio, a questi andrebbe riconosciuto il diritto di ottenere l'annullamento

della deliberazione⁴⁰³. Si potrebbero immaginare, ad esempio, come elementi indiziari di un abuso la fissazione un tetto di voto pari alla quota detenuta da tutti i singoli soci favorevoli, ma inferiore a quella detenuta da altro socio, adottata nell'immediatezza dell'acquisto incrementale effettuato da quest'ultimo. In tal caso la deliberazione sarebbe destinata non ad impedire l'esercizio dell'influenza dominante sulla società da parte di singoli soci bensì, piuttosto, l'esercizio dell'influenza dominante da parte di un singolo e determinato socio. Ancora più esplicativo sarebbe il caso di una pluralità di soci che prima vendano parte delle loro partecipazioni ad un medesimo soggetto, totalizzante una partecipazione relativamente maggioritaria, e subito dopo deliberino di adeguare la soglia per l'esercizio massimo del potere di voto all'ammontare delle loro partecipazioni con pregiudizio del potere partecipativo che in buona fede il soggetto acquirente sperava di avere acquistato.

La difficoltà della prova risiede nella necessità di far emergere il movente psicologico dei soci deliberanti, non essendo sufficiente dare la prova della lesione dei diritti partecipativi del socio dissenziente. Abbiamo infatti constatato che, di per sé, l'introduzione a maggioranza di limiti al potere di voto è legittima anche se va ad incidere immediatamente sulla partecipazione di alcuno. Non si può tuttavia escludere che attraverso indizi gravi, precisi e concordanti la prova della mala fede dei soci deliberanti, da intendersi come utilizzo di un istituto legittimo per raggiungere un fine illegittimo, quale la sterilizzazione della capacità di influenza di un singolo determinato socio, possa essere data e portare pertanto all'annullamento della deliberazione in ossequio ai principi sull'abuso di potere della maggioranza.

12. *Clausole limitative del diritto di voto nelle società a responsabilità limitata.*

La materia del diritto di voto spettante ai soci di s.r.l. è regolata nell'art. 2479, quinto comma, ai sensi del quale ogni socio ha diritto di partecipare alle decisioni previste dall'art. 2479 stesso e dispone di "un voto proporzionale alla sua partecipazione".

L'attribuzione del potere di voto secondo il criterio della proporzionalità in relazione alla partecipazione sociale si allinea a quanto previsto dall'art. 2468, secondo comma, relativamente alla spettanza al socio dei diritti sociali in generale. Questa disposizione,

⁴⁰³ La soluzione della introducibilità a maggioranza dei diritti di voto, salva la prova che nel caso concreto la misura sia finalizzata a ledere la posizione di determinati azionisti, venne proposta da Lutter e Schneider, *Die Beteiligung von Ausländern an Inländischen Aktiengesellschaften – Möglichkeiten der Beschränkung nach geltendem Recht und Vorschläge de lege ferenda*, in *ZGR*, 1975, p. 182 ss., a p. 194, ma criticata da U. Immenga, cit. *supra* alla nota 311, p. 1044, in base all'assunto, non decisivo, che così opinando si inscriverebbe nella valutazione di legittimità un non necessario elemento soggettivo.

infatti, precisa che, salva l'assegnazione ai soci, consentita dal terzo comma, "di particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili", "i diritti sociali spettano ai soci in misura proporzionale alla partecipazione da ciascuno posseduta" e che, "se l'atto costitutivo non prevede diversamente, le partecipazioni dei soci sono determinate in misura proporzionale al conferimento".

Anche nell'ambito delle s.r.l. il criterio di allocazione dei diritti sociali, ivi compreso il diritto di voto, prescelto è quello della proporzionalità stabilita in relazione all'ammontare della partecipazione sociale. Il legislatore della riforma non si è pertanto discostato da quanto sanciva il previgente art. 2485, in forza del quale ogni socio era reso titolare di almeno un voto in assemblea e, qualora avesse posseduto una quota multipla di un euro, sarebbe stato legittimato ad esercitare un voto per ogni euro. L'unica differenza attiene alla tecnica di adozione del criterio di proporzionalità, che a seguito della riforma si basa non più sul riconoscimento di un voto per ogni euro di partecipazione sociale ma più semplicemente sull'affermazione di una relazione di proporzionalità fra voto e partecipazione sociale. Questo significa, in pratica, che l'attribuzione del diritto di voto può essere svincolata dal valore nominale della quota espresso in euro, quindi consegnata secondo una tecnica diversa da quella della correlazione al valore monetario della partecipazione, salvo il diritto di ogni socio a prendere parte alle decisioni e deliberazioni spettanti alla compagine sociale. Ciò che tuttavia risulta di immediato rilievo, in questa sede, è l'apparente ridotta possibilità dei soci di modellare liberamente il criterio di ripartizione dei voti. Stando alla lettera dell'art. 2479, quinto comma, non è data espressamente all'atto costitutivo la facoltà di allontanarsi in una qualche direzione dal criterio di stretta proporzionalità. Scelta, quest'ultima, che differisce non soltanto da quanto stabilito nell'art. 2351 relativo alle s.p.a. ma anche da quanto prevede lo stesso art. 2468, secondo comma, in merito ai diritti sociali in generale.

Al cospetto di una tale disciplina sono teoricamente ammissibili due diversi percorsi interpretativi. Si potrebbe sostenere che, ragionevolmente o meno, il legislatore della s.r.l. abbia voluto mantenere fermo e inderogabile il criterio di proporzionalità. Questa soluzione interpretativa potrebbe poggiare innanzitutto sul dato di carattere testuale che, appunto, non fa salva la possibilità per l'autonomia statutaria di regolare diversamente la materia dei diritti di voto. Si potrebbe sostenere che il legislatore della riforma, laddove ha giudicato opportuno dare spazio alla libertà negoziale dei soci, ha provveduto a precisare il carattere dispositivo o suppletivo delle disposizioni.

Anche non volendo accedere ad una soluzione così rigorosa, che coinvolga tutta la disciplina della s.r.l., si potrebbe semplicemente proporre il confronto tra l'art. 2479, quinto comma, e l'art. 2468, secondo comma. Mentre in quest'ultimo nessuno accenno viene fatto alla possibilità di deviare dal criterio di proporzionalità, nel primo, questa possibilità, in relazione ai diritti sociali diversi dal diritto di voto, viene espressamente accordata⁴⁰⁴. Perciò si dovrebbe concludere che se il legislatore non ha adottato analoga soluzione in materia di diritti di voto, in questo ambito non sussiste margine di deroga al criterio di proporzionalità. Ad ulteriore sostegno di questa conclusione si potrebbe invocare anche lo stesso art. 2351, affermando che il legislatore, quando intende accordare ai soci una libertà più o meno ampia di allontanarsi dal principio di proporzionalità, dispone espressamente in tal senso, proprio come avvenuto nel nuovo art. 2351.

Più convincente sembra però un altro percorso argomentativo. L'inderogabilità del criterio di proporzionalità sancito nell'art. 2479, quinto comma, può probabilmente sostenersi alla luce del confronto con l'art. 2468, secondo comma, ma non in senso bidirezionale. Ciò che è stato proibito all'autonomia statutaria sarebbe, in questa prospettiva, l'assegnazione di diritti sociali, ed in particolare del diritto di voto, in misura più che proporzionale rispetto alla partecipazione. Se i soci desiderano che alcuno fra essi disponga di un potere di influenza maggiore di quanto gli spetterebbe in virtù della quota o comunque di un potere amministrativo sotto certi profili indipendente dalla misura della sua partecipazione sociale, devono avvalersi di quanto consentito nell'art. 2468, terzo comma. L'atto costitutivo può indicare, con nome e cognome, il socio a cui siano attribuiti particolari diritti concernenti l'amministrazione, come il diritto ad una nomina vitalizia alla carica di amministratore o il diritto di veto alla nomina di altri amministratori o ancora il diritto di negare l'autorizzazione al compimento di determinati atti da parte degli amministratori.

In questo senso potrebbe spiegarsi la ragione per cui l'art. 2479, quinto comma, non accenni alla possibilità di deroga al criterio di proporzionalità. Non è lecita l'assegnazione di un potere di voto più che proporzionale, così come non è lecita l'emissione di azioni a voto plurimo. E' lecita però l'assegnazione di diritti particolari concernenti l'amministrazione, purché siano attribuiti a soci determinati, non ineriscano all'oggettività

⁴⁰⁴ In tal senso, N. Abriani, *La società a responsabilità limitata*, cap. III, sez. 2, *Decisioni dei soci. Amministrazione e controlli*, in AA. VV., *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, Milano, 2003, p. 201 ss., a p. 209, secondo il quale "Una lettura coordinata di queste disposizioni induce a dubitare della legittimità di clausole che introducano, per tutte o alcune decisioni dei soci, il criterio del voto per teste o che prevedano delle deroghe alla regola di proporzionalità tra entità della partecipazione e diritto di voto (clausole di voto limitato, condizionato, scalare o multiplo).

della quota e non circolino con essa⁴⁰⁵. Se così fosse la portata dell'inderogabilità del criterio di proporzionalità andrebbe ridimensionata nel senso che non pregiudicherebbe l'adozione di clausole statutarie che limitino, anziché moltiplicare, il potere dei soci⁴⁰⁶.

Sotto questo profilo rimarrebbe da considerare l'obiezione secondo la quale il consenso espresso dell'ordinamento alle deviazioni del criterio di proporzionalità è condizione necessaria per attribuire libertà ai soci di introdurre anche clausole che limitino e non moltiplichino il loro potere di voto. A questa obiezione è tuttavia possibile replicare che anche nel vigore dell'art. 2351, che non prevedeva espressamente la possibilità di inserire in statuto limiti al potere di voto, si era efficacemente dimostrata la legittimità di questo inserimento, che non avrebbe formalmente contraddetto il principio di un voto per azione. Parte della dottrina tedesca ha del resto sostenuto che in realtà l'introduzione di limiti al voto non alteri il principio di proporzionalità in quanto il principio per cui ogni azione attribuisce un diritto di voto rimane in vigore non solo formalmente ma anche sostanzialmente laddove nessun azionista superi la *Höchstquote*⁴⁰⁷.

Se, anche in mancanza di un'autorizzazione espressa del legislatore, si poteva convincentemente sostenere l'introducibilità di limiti al voto nella s.p.a. del precedente ordinamento, a maggior ragione se ne dovrebbe sostenere l'ammissibilità nel nuovo ordinamento della s.r.l., tutto improntato alla valorizzazione dell'autonomia statutaria e della persona del socio con i soli vincoli minimi dettati a tutela dei terzi e a garanzia del funzionamento della società. Poiché la materia del voto non coinvolge direttamente la posizione di terzi estranei alla società, per cui semmai rileva la direzione secondo cui i diritti di voto sono esercitati, né una sua riserva di disciplina all'autonomia statutaria, per quanto concerne l'inserimento di un tetto al potere di voto dei singoli, costituisce ostacolo all'efficace funzionamento della società, non si vede ragione per la quale si dovrebbe negare ai soci di s.r.l. ciò che viene consentito ai soci delle s.p.a. chiuse. Né l'introduzione

⁴⁰⁵ Per il carattere organizzativo dei diritti particolari del socio previsti dall'art. 2468, terzo e quarto comma, e la loro non riconducibilità ai *Sonderrechte* di (passata) tradizione tedesca, v. M. Perrino, *La «rilevanza del socio» nella s.r.l.: recesso, diritti particolari, esclusione*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 810 ss., alle p. 831 ss.

⁴⁰⁶ Secondo R. Rosapepe, *Appunti su alcuni aspetti della nuova disciplina della partecipazione sociale nella s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 479 ss., a p. 482 s., il quinto comma dell'art. 2479 pare doversi interpretare nel senso di un'affermazione di inammissibilità di clausole statutarie che "incidano anche sul voto, prevedendo che esso sia determinato senza tener conto del valore della partecipazione". Questa osservazione è condivisibile purché se ne circoscriva la portata all'ipotesi del riconoscimento per via statutaria di un potere di voto più che proporzionale al valore della quota. V. però F. Galgano, *Il nuovo diritto societario*, in *Tratt. di dir. comm. e dir. pubbl. dell'economia*, diretto dall'Autore, XXXIX, Padova, 2003, p. 479, a parere del quale al socio potrebbe essere attribuito "un voto multiplo nelle decisioni a maggioranza dei soci (ad esempio, due volte il valore della sua quota)".

⁴⁰⁷ Discostandosi parzialmente dalla posizione di Zöllner, secondo cui l'introduzione di limiti al voto comporta un cambiamento del *Gleichbehandlungsmaßstab*, U. Immenga, cit. *supra* alla nota 311, p. 1044 rileva quanto segue: "In der Stimmrechtsbeschränkung kann jedoch *nur teilweise* die Aufstellung eines neuen Maßstabes geschehen werden. Der Grundsatz der proportionalen Gleichbehandlung gilt *unverändert*, soweit die Stimmrechtsbegrenzung nicht wirksam wird" (corsivi aggiunti).

di limiti al voto, afferente in quanto tale alla posizione soggettiva del socio e non alle caratteristiche statutarie, oggettive, della quota in suo possesso, solleverebbe perplessità alcuna in ordine alla (probabilmente vietata) creazione di quote a diritto di voto differenziato. In definitiva, la preclusione ai soci di s.r.l. di una facoltà concessa ai soci delle s.p.a., fondata su una non univoca interpretazione della lettera della legge, sarebbe contraria allo spirito del sistema, oltre che francamente irragionevole.

Ad ulteriore sostegno di quanto affermato si può invocare l'esperienza degli ordinamenti esteri nei confronti dei quali il legislatore italiano non ha mancato di volgere l'attenzione nel disciplinare l'istituto del diritto di voto nelle società di capitali.

Il § 47, *Abs. 1*, *GmbHG*, prevede che «[d]ie von den Gesellschaftern in den Angelegenheiten der Gesellschaft zu treffenden Bestimmungen erfolgen durch Beschlußfassung nach der Mehrheit der abgegebenen Stimmen». Anche nella società a responsabilità limitata tedesca vengono quindi accolti i tradizionali principi di collegialità e maggioranza per l'adozione delle decisioni di spettanza dei soci. Il § 47, *Abs. 2*, precisa inoltre che «[j]ede fünfzig Euro eines Geschäftsanteils gewähren eine Stimme». L'attribuzione di diritti di voto segue quindi il valore della quota sociale. Al socio spetta un diritto di voto ogni cinquanta euro di valore della quota di partecipazione. Come si può constatare, nessuna deroga a questo criterio di allocazione dei diritti di voto viene espressamente consentita. A differenza del corrispondente § 134 *AktG*, nessuna deviazione al criterio di proporzionalità viene espressamente autorizzata. Eppure la dottrina tedesca non dubita che lo statuto possa disciplinare la materia diversamente, ad esempio legando i diritti di voto non al valore nominale della quota di partecipazione bensì all'ammontare del conferimento, o prevedendo il voto capitaro, o conferendo diritti di voto plurimo a singole quote di partecipazione, o, infine, prescrivendo un *Stimmkraftmaximum*⁴⁰⁸.

Alle medesime conclusioni perviene la dottrina spagnola, agevolata in ciò dall'art. 53.4 della *Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada* del 1995, il quale prevede come criterio di *default* quello della proporzionalità («cada participación social concede a su titular el derecho a emitir un voto») ma nello stesso tempo riserva all'autonomia statutaria la facoltà di determinarsi diversamente («salvo disposición contraria de los estatutos»)⁴⁰⁹.

⁴⁰⁸ Cfr. A. Baumbach, A. Hueck, *GmbH-Gesetz*, 16. Aufl. (a cura di G. Hueck, J. Schulze-Osterloh, W. Zöllner), München, 1996, *sub* § 47, Rdn. 43, p. 857 s.; H. Hirte, *Kapitalgesellschaftsrecht*, 2. Aufl., Köln, 1999, Rdn. 410, p. 129.

⁴⁰⁹ In argomento, A. Recalde Castells, cit. *supra* alla nota 8, p. 213 ss.

Sebbene la disciplina italiana non faccia espressamente salva la possibilità dei soci di allontanarsi dal criterio di proporzionalità nell'assegnazione dei diritti di voto, a differenza di quanto prevede invece l'ordinamento spagnolo, il sistema complessivo delle disposizioni in materia di s.r.l. non induce a pervenire, in punto di clausole limitative del potere di voto, di voto scalare e finanche di voto capitario, a conclusioni diverse da quelle a cui si è pervenuti nell'ordinamento tedesco, anch'esso orfano di un'autorizzazione espressa analoga a quella dell'art. 53.4 della legge spagnola.

CAPITOLO QUINTO

I LIMITI AL POSSESSO AZIONARIO

SOMMARIO: 1. Efficacia della clausola di limitazione dei possessi azionari. – 2. Sull'ammissibilità di limiti al possesso azionario nelle società che fanno appello al mercato di capitale di rischio. - 2.1. Segue: Sulle clausole limitative dei possessi azionari contenute in patti parasociali relativi a società quotate.

1. *Efficacia della clausola di limitazione dei possessi azionari.*

La prassi societaria conosce da tempo clausole statutarie che limitano la percentuale massima di capitale (o di azioni) detenibile da singoli soci. L'esempio più eclatante è, allo stato, fornito dall'esperienza delle società operanti in settori strategici, un tempo in mano pubblica e poi soggette a procedure di privatizzazione mediante cessione ad investitori privati delle relative azioni. La legislazione in materia di privatizzazioni attribuisce alle società le cui azioni siano offerte al pubblico degli investitori la facoltà di introdurre nei propri statuti clausole che limitino entro un ammontare prestabilito la percentuale di capitale rappresentato da azioni con diritto di voto detenibile da singoli investitori.

Il giudizio della dottrina sulla validità di clausole statutarie limitative dei possessi azionari, prima della legge sulle privatizzazioni, non era univoco. Parte della dottrina dubitava della loro legittimità in ragione della loro conflittualità con il modello organizzativo della società per azioni⁴¹⁰. Angelici, in particolare, si chiedeva se “[potesse] ritenersi compatibile con il modello organizzativo della società azionaria una soluzione statutaria la quale, superando [...] la prospettiva delle singole unità azionarie, si volge a considerare direttamente la «quota» personalmente spettante a ciascun socio: una soluzione che per alcuni aspetti”, secondo Angelici, “pone problemi non del tutto lontani da quelli che si discutono in merito alla possibilità di adottare la tecnica di voto «a scalare»”.

Facile è oggi replicare che la prospettiva delle singole unità azionarie non è incompatibile con l'adozione di clausole statutarie che considerino l'ammontare complessivo della partecipazione azionaria detenuta dal socio. Proprio l'attuale art. 2351, che autorizza l'adozione del voto a scalare così come di limiti massimi al potere di voto,

⁴¹⁰ C. Angelici, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 2*, Torino, 1991, p. 99 ss., a p. 208 s.; G. Partesotti, *Le operazioni sulle azioni*, ivi, p. 299 ss., a p. 463; U. Carnevali, nota a Trib. Milano, 6 febbraio 1992, Bassi e altri c. Meazza e altri, in *Società*, 1992, p. 1089 ss.; D.U. Santosuosso, *Il principio di libera trasferibilità delle azioni. Eccesso di potere nelle modifiche della circolazione*, Milano, 1993, p. 306 ss.; B. Visentini, *Ancora sui limiti della disciplina privatistica delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1994, p. 729 ss., a p. 739.

senza comportare o prevedere nessun adeguamento o alterazione del modello organizzativo della società per azioni, vale a fugare ogni dubbio in proposito. Peraltro la considerazione dei possessi azionari complessivi non è concettualmente nuova o estranea alla legislazione societaria e dei mercati mobiliari, come dimostra la disciplina delle partecipazioni rilevanti nelle società quotate.

Proseguiva Angelici sottolineando come l'efficacia di una clausola che "si volge alla «persona» del socio, solo a prezzo di grandi difficoltà potrebbe essere intesa sul piano «reale» proprio dell'organizzazione societaria". Sotto questo profilo vi sarebbero "inconvenienti [...] per la funzionalità stessa della società qualora si volesse affermare una sorta di «sospensione» dei diritti corrispondenti alle azioni possedute in eccesso rispetto al limite statutario". Non pare invece che siano configurabili tali inconvenienti, come dimostra la disciplina dei possessi azionari nelle società privatizzate e nelle banche popolari. La prima chiarisce che per le azioni eccedenti il limite al possesso azionario il voto non può essere esercitato. La seconda precisa che i diritti patrimoniali maturati sulle azioni detenute in eccesso sono acquisiti dalla banca (art. 30, secondo comma, t.u.b.). Non si vede per quale ragione analoghe previsioni non possano essere di fonte statutaria, posto che la legge nel disporre l'operatività di questi limiti al possesso azionario nelle società privatizzate e nelle banche popolari non ha dovuto alterare in alcun modo il loro modello o tipo organizzativo, con determinazioni che non sarebbero consentite all'autonomia statutaria.

Più convincente, allora, appariva la posizione di altra parte della dottrina che ne sosteneva la compatibilità con il sistema, in questa valutazione confortata dall'espressa previsione di tali clausole nelle società privatizzate⁴¹¹. Anche le poche pronunce giurisdizionali in materia non hanno avanzato alcuna obiezione⁴¹².

Per il riconoscimento della legittimità dei limiti al possesso azionario nelle società chiuse non doveva nemmeno essere superato un ostacolo che si poteva ritenere esistente sulla strada del riconoscimento della validità di limiti statuari al potere di voto. I limiti al possesso azionario, infatti, non si scontrano con il principio di proporzionalità tra

⁴¹¹ Cfr. S. D'Angelo, *Sulle clausole limitative al possesso azionario*, in *Riv. dir. civ.*, 1996, II, p. 579 ss., alle p. 582 ss.; L. Stanghellini, *I limiti statuari alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997, p. 131 ss.; L. Calvosa, cit. *supra* alla nota 61, p. 53 ss. Con riferimento al precedente diritto della società a responsabilità limitata, v. anche G.C.M. Rivolta, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu e F. Messinco e continuato da L. Mengoni, vol. XXX, t. I, Milano, 1982 p. 157, secondo cui di una clausola che prescriva l'uguaglianza delle quote fra i soci non se ne potrebbe negare la validità in quanto non "lesiva di interessi (estranei ai soci) tutelati dalla legge" né "incompatibile con la struttura tipica della società".

⁴¹² Per la validità delle clausole limitative del possesso azionario, v. Trib. Bologna, 1 giugno 1985, *Credito Romagnolo s.p.a., ric.*, e App. Bologna, 18 luglio 1985, *Credito Romagnolo s.p.a., ric.*, in *Giur. comm.*, 1986, II, 481 ss., a cui *adde* Trib. Milano, 6 febbraio 1992, cit. *supra* alla nota 410.

investimento e potere di voto più o meno rigorosamente accolto dal previgente art. 2351, primo comma. Il socio cioè, pur contrattualmente impossibilitato ad acquistare azioni in misura superiore alla percentuale fissata nello statuto, dispone in ogni caso di un voto per ciascuna azione (ordinaria) posseduta.

Poiché né vi era né vi è alcuna disposizione di legge dalla quale si potesse o si possa, quanto meno con riferimento alle società che non fanno appello al mercato del capitale di rischio, ricavare l'illegittimità in sé di una clausola che proibisca l'acquisizione di pacchetti azionari superiori ad una certa soglia, né vi era né vi è alcun principio generale dal quale si possa comunque ricavare questa medesima conclusione, non rimane che certificare la sovranità dell'autonomia statutaria in proposito. Il riconoscimento della legittimità dei limiti al voto non fa che aggiungere, con la considerazione della posizione complessiva del socio, una forte argomentazione a sostegno della validità dei limiti al possesso azionario. Controverso era (e verosimilmente rimarrà) il giudizio sull'efficacia reale o meramente obbligatoria della clausola⁴¹³.

Più complessa è la questione della liceità di una introduzione di clausole limitative al possesso azionario mediante modificazione statutaria adottata a maggioranza nel corso della vita della società⁴¹⁴. Nel paragrafo dedicato ai limiti al diritto di voto nelle società chiuse si è posta in luce la correlazione esistente tra legittimità di clausole limitative dei diritti di voto e riconoscimento del diritto di recesso a favore del socio che non abbia consentito a modificazioni statutarie concernenti i diritti di voto. Dopo aver constatato che il legislatore ha utilizzato l'istituto del recesso quale strumento idoneo a controbilanciare gli effetti di un'accentuata libertà statutaria (ed è appunto il caso delle modificazioni dello

⁴¹³ L'efficacia reale della clausola e la conseguente valenza *erga omnes* è stata esclusa da C. Angelici, cit. *supra* alla nota 410, p. 209 (a cui è parso "più tranquillizzante riconoscere [alla clausola in esame] un valore soltanto «parasociale», nel senso quindi che essa, pur se formalmente inserita nello statuto, non attiene ai problemi organizzativi della società ed individua quindi esclusivamente un vincolo, allora di tipo obbligatorio, dei singoli soci: l'impegno in sostanza di astenersi da operazioni di acquisto che facciano loro superare il previsto limite del possesso azionario") e da B. Libonati, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999, p. 204. Vedi anche D.U. Santosuosso, cit. *supra* alla nota 410, p. 307, che sembra propendere per un'efficacia meramente obbligatoria pur nella consapevolezza del rilievo organizzativo della clausola. L'efficacia reale è invece sostenuta da S. D'Angelo, cit. *supra* alla nota 394, p. 589 s., e da L. Stanghellini, cit. *supra* alla nota 411, p. 131 ss. le cui argomentazioni sono condivise da L. Calvosa, cit. *supra* alla nota 61, p. 53 ss., che tuttavia critica la tesi di Stanghellini (*ivi*, p. 55 ss.) nella parte in cui l'Autore afferma la riconducibilità delle clausole limitative dei possessi azionari a clausole di limitazione alla circolazione delle azioni. Anche ammettendo che l'esistenza di una restrizione all'iscrizione nel libro dei soci o all'esercizio dei diritti sociali per la quota eccedente il limite al possesso azionario possa essere considerata come un limite alla circolazione, ad essere limitati nella circolazione non saranno le singole unità azionarie (come avviene in presenza di clausole di gradimento) ma pacchetti azionari di consistenza variabile a seconda della soglia statutaria individuata come limite di possesso e della partecipazione già eventualmente detenuta dall'avente causa. Se di limitazione alla circolazione delle azioni si tratta, occorre però riconoscere che ci si trova in presenza di una limitazione del tutto particolare e comunque inadatta a privare del tutto l'azionista della facoltà di vendita delle sue azioni.

⁴¹⁴ V. Trib. Bologna, 1 giugno 1985, cit. *supra* alla nota 412 e App. Bologna, 18 luglio 1985, cit. *supra* alla nota 412, la prima delle quali ha sostenuto la necessità del consenso unanime dei soci per l'introduzione della clausola laddove la seconda ha ritenuto sufficiente il consenso della maggioranza.

statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione o la modifica dei criteri di valutazione del valore dell'azione in caso di recesso o del recesso con preavviso dalle società contratte a tempo indeterminato) o ad abbassare il livello di conflittualità fra i soci in relazione a deliberazioni tradizionalmente foriere di controversie fra gli stessi (quali la revoca dello stato di liquidazione, la proroga del termine ovvero l'introduzione o la rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari), si è tratta l'inevitabile conclusione dell'impossibilità per il socio che subisca la limitazione al proprio diritto di voto in relazione alla propria partecipazione eccedente di impugnare la deliberazione allegando la mera lesione dei propri diritti soggettivi sociali. Fermo restando che il socio potrebbe sempre lamentare che l'adozione della deliberazione costituisca una violazione dei canoni di correttezza e buona fede ai quali devono essere improntati i comportamenti dei contraenti, di fatto l'unico rimedio compensativo efficace a favore del socio è proprio l'esercizio del diritto di recesso.

L'introduzione o la rimozione di limiti statuari al possesso azionario non è invece contemplata dalla legge come causa di recesso, conseguenza dell'assoluto silenzio mantenuto dal legislatore della riforma su tutta la materia dei limiti ai possessi azionari. La previsione del diritto di recesso come contrappeso a favore del socio dissenziente dalle modificazioni statuarie concernenti i diritti di voto sta a dimostrare, oltre all'introducibilità di limiti al diritto di voto con delibera maggioritaria e senza il necessario consenso dei soci direttamente incisi, che il legislatore rinviene in tali modificazioni una possibile menomazione di diritti individuali di alcuni soci meritevoli di una tutela in qualche misura indennitaria, concretizzatasi nell'attribuzione legale della possibilità di *exit* realizzando il valore reale della quota. Nessuna disposizione prevede, viceversa, diritti di recesso a favore del socio dissenziente rispetto all'introduzione di limiti al possesso azionario. Da qui discende il dubbio che l'adozione di misure che incidano sui diritti di determinati soci in maniera ancora più accentuata di quanto non facciano limiti statuari al solo diritto di voto, ove non controbilanciata espressamente dalla legge in alcun modo, non sia legittima.

In questo caso, non pare si possa prescindere dalla composizione dell'azionariato per valutare della liceità di una introduzione dei limiti di possesso a maggioranza. Se la modificazione statutaria avvenisse con il voto contrario del socio o dei soci detentori di partecipazioni eccedenti il limite introdotto, la legittimità della deliberazione sarebbe certamente dubbia alla luce della considerazione che l'introduzione di un limite al possesso azionario con conseguente impossibilità di esercitare (tutti) i diritti sociali per la

quota eccedente comporterebbe a carico del socio titolare della partecipazione eccedente una menomazione del proprio diritto di proprietà al di fuori dei casi espressamente previsti dalla legge (e dei quali costituisce oggi un esempio proprio l'art. 2351, terzo comma) o comunque una violazione, non accettata, del principio di parità di trattamento degli azionisti.

Le perplessità non sarebbero di minore intensità nemmeno se lo statuto già prevedesse come causa di recesso a favore dei soci dissenzienti (o concedesse a loro favore un diritto di cessione delle quote in eccesso alla società o ai soci) l'introduzione di limiti al possesso azionario. Tuttavia, in tale circostanza, si potrebbe efficacemente e convincentemente obiettare che l'adesione di un socio ad un contratto sociale in cui sia previsto come causa di recesso il dissenso da una delibera introduttiva di limiti al possesso azionario implicitamente manifesti un'accettazione in via preventiva all'ipotesi di una futura adozione della clausola limitativa del possesso azionario, qualunque sia l'ammontare della sua partecipazione a quella data.

Viceversa, a conclusione opposta si dovrebbe pervenire laddove il riconoscimento della facoltà di recesso (o il diritto di cessione) fosse contenuta nella stessa proposta di delibera che disponesse l'introduzione di un tetto al possesso azionario. Occorre infatti considerare che il riconoscimento del diritto di recesso non vale a risarcire del tutto l'azionista che subisca una menomazione al godimento dei propri diritti sociali o un obbligo di cessione della quota eccedente. Ciò che è consentito al legislatore non è affatto detto che sia consentito all'autonomia statutaria, laddove vengano in considerazione l'esigenza di tutela dei diritti proprietari di ciascun socio o comunque il diritto ad un trattamento non discriminatorio.

L'introduzione dei limiti al possesso azionario mediante modificazione statutaria, viceversa, non incontrerebbe ostacoli nell'ipotesi in cui vi fosse il consenso unanime dei soci ma nemmeno nell'ipotesi, invero puramente teorica, in cui vi fosse il consenso dei soci direttamente colpiti dalla misura in quanto detentori della partecipazione eccedente e il voto contrario dei soci non direttamente incisi⁴¹⁵.

⁴¹⁵ Al socio, detentore di una partecipazione inferiore al futuro limite ma destinata ad incrementarsi oltre lo stesso per effetto di un contratto preliminare di acquisto di azioni da altri soci o per effetto della futura conversione in azioni di obbligazioni o di azioni di altra categoria, che non potesse lamentare una lesione attuale dei propri diritti sociali a seguito della deliberazione non rimarrebbe che tentare l'incerta via dell'impugnazione della delibera per violazione dei principi di correttezza e buona fede. Di diverso avviso è invece L. Stanghellini, cit. *supra* alla nota 411, p. 419 ss., il quale propende per la necessità del consenso unanime in base all'assunto che una clausola limitativa del possesso azionario è idonea a ledere non solo la posizione del socio che si trova già al di sopra della soglia ma anche quella di chi si trovi al di sotto, subendo questi una riduzione delle possibilità di cessione della propria quota laddove altri azionisti si trovino a detenere partecipazioni non più incrementabili.

2. *Sull'ammissibilità di limiti al possesso azionario nelle società che fanno appello al mercato di capitale di rischio.*

Come è stato sopra messo in evidenza, il legislatore della riforma del 2003 ha precluso la possibilità di inserire, tanto *ab origine* quanto per effetto di modificazione statutaria, limiti al diritto di voto nelle società che fanno appello al mercato del capitale di rischio.

A tal proposito, sorge l'interrogativo se dalla illegittimità, indirettamente sancita dall'art. 2351, terzo comma, dei limiti al voto nelle società aperte sia desumibile analogo illiceità dei limiti al possesso azionario. I primi commentatori hanno sostenuto tale illegittimità con argomentazioni non del tutto persuasive. Si è affermato, infatti, che con la proibizione dei limiti al voto è stata sancita, "a maggior ragione" o "indirettamente" o "implicitamente", la pari illegittimità dei limiti al possesso azionario, in quanto tali limiti, finalizzati come sono ad impedire la concentrazione della proprietà azionaria, sarebbero ugualmente suscettibili di ostacolare il successo di offerte pubbliche d'acquisto e quindi la contendibilità del controllo delle società aperte⁴¹⁶.

Prima di esaminare la questione alla luce dell'art. 2351, terzo comma, è opportuno premettere che già in passato si è contestata la liceità dei limiti ai possessi azionari negli statuti delle società quotate in quanto questi violerebbero il principio di libera trasferibilità delle azioni. L'ammissibilità a quotazione in borsa di azioni di società i cui statuti prevedessero limiti ai possessi azionari è stata tuttavia riconosciuta dalla Consob, in base all'assunto che clausole limitative dei possessi azionari non costituiscono in senso proprio limiti alla circolazione delle azioni⁴¹⁷. Nonostante parte della dottrina abbia espresso riserve in proposito, questa interpretazione merita accoglimento.

⁴¹⁶ Di questa opinione è, ad esempio, E. Desana, cit. *supra* alla nota 266, p. 316, per la quale "dal momento che i limiti al possesso azionario producono effetti analoghi a quelli generati dai limiti al diritto di voto, precludendo in radice l'acquisto della veste di socio per la partecipazione eccedente e conseguentemente l'esercizio dei diritti in essa incorporati, è ragionevole ritenere che l'implicito divieto di ricorrere ai secondi, sancito dall'art. 2351, 3° comma c.c., per le società che fanno ricorso al capitale di rischio, debba estendersi anche ai primi, ovvero alle clausole statutarie che limitano il possesso azionario"; in senso conforme, R. Lener e A. Tucci, *La nuova disciplina delle OPA e i poteri della Consob*, in *Società*, 2004, p. 550 ss., a p. 552 s. Anche M. Lamandini, cit. *supra* alla nota 74, p. 519 ss., sembra propendere implicitamente per una dichiarazione di illegittimità dei limiti ai possessi azionari nelle società quotate laddove critica l'art. 2351, terzo comma, nella parte in cui "esclude la possibilità di deroga al meccanismo del voto ponderale per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, consentendo solo alle società chiuse l'adozione dei *tetti azionari* e del voto scalare" (corsivo aggiunto) (p. 524) e ritiene l'art. 212 t.u.f. "abrogato dalla norma dell'art. 2351" (p. 525).

⁴¹⁷ Cfr. le comunicazioni Consob nn. 18088 e 18441 del 15 aprile 1987 e n. 91005048 del 3 ottobre 1991 (questa riportata in *Riv. soc.*, 1992, p. 286 s.) che vengono segnalate da G. Ferrarini, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 10th, Torino, 1993, p. 3 ss., a p. 209, nota 11, e R. Weigmann, cit. *supra* alla nota 271, p. 317 ss., a p. 607, nota 102. A conferma di ciò, Rigotti, *L'opa Credito Romagnolo*, in *Riv. soc.*, 1996, p. 158 ss., a p. 160 ricorda che nello statuto della banca quotata Credito Romagnolo s.p.a. era previsto un limite al possesso azionario. L'art. 117.2 del reg. emittenti della Consob stabilisce che

I limiti al possesso azionario possono fungere da ostacolo al trasferimento di partecipazioni di controllo⁴¹⁸ ma non sottopongono la circolazione delle azioni ad alcuna diretta limitazione. Le singole partecipazioni azionarie rimangono liberamente trasferibili, non essendo necessario il consenso di alcuno o il rispetto di alcuna condizione né per il perfezionarsi del trasferimento né per l'acquisto della titolarità dei diritti sociali nei confronti della società. Il vincolo consistente nel divieto di accumulazione di una partecipazione azionaria complessivamente superiore ad una determinata soglia non rappresenta una condizione cui è subordinato il trasferimento delle partecipazioni azionarie quanto piuttosto un limite all'accumulo di partecipazioni rilevanti. Questa previsione statutaria non condiziona direttamente il negozio di trasferimento fra due parti contraenti ma incide sui diritti scaturenti dal possesso azionario una volta che questo ha superato la soglia prefissata. Non riduce la liquidità delle azioni scambiate sui mercati regolamentati se non indirettamente per effetto dell'impossibilità dei singoli azionisti di incrementare le loro quote oltre una determinata soglia..

Premesso, quindi, che la regola che esige la libera trasferibilità delle azioni ammesse a quotazione sui mercati regolamentati non è violata dalla previsione di limiti ai possessi azionari, occorre verificare se non sia riduttivo desumere l'illiceità dei possessi azionari dall'art. 2351, terzo comma, senza prima considerare attentamente la genesi e funzione dell'art. 2351, terzo comma nonché, da un punto di vista più generale, la posizione dell'ordinamento dinnanzi agli istituti volti a contrastare in via preventiva trasferimenti di partecipazioni di controllo.

Esistono, e sono conosciute da tempo nella pratica, altre fattispecie negoziali che, pur sortendo analoghi effetti preclusivi al trasferimento del controllo, non sono vietate dal legislatore con la fermezza con cui sono proibiti i limiti statuari al diritto di voto. Da qui il rilievo che i segnali che l'ordinamento manda in merito alle misure difensive operanti *ex ante* sono "mistici" e non interpretabili, pertanto, in senso univoco.

le quote di capitale azionario al raggiungimento delle quali sorgono gli obblighi di comunicazione previsti dalla disciplina delle partecipazioni rilevanti possono essere diversamente determinati dall'Autorità relativamente a quelle società i cui statuti prevedano limiti al possesso azionario. Secondo L. Calvosa, cit. *supra* alla nota 61, p. 55, nota 132, questa disposizione regolamentare sancirebbe "non soltanto l'ammissibilità ma anche la prevedibilità in statuti di società quotate" di clausole limitative dei possessi azionari. In realtà, pur concordando con la tesi secondo cui queste clausole non pongono limiti alla circolazione delle azioni e pertanto, in mancanza di un divieto espresso e di altri indizi di illegittimità, sono da ritenersi lecite, pare non si possa interpretare la disposizione regolamentare come un riconoscimento di legittimità generalizzata di queste clausole essendo la stessa intesa esclusivamente a prendere atto della diversa incidenza delle soglie partecipative rilevanti in società che prevedano limiti ai possessi azionari. La disposizione, infatti, doveva tenere in considerazione anche le società privatizzate ove queste clausole sono previste dalla legge.

⁴¹⁸ G. Ferrarini, cit. *supra* alla nota 238, p. 761.

Innanzitutto è bene distinguere tra società aperte al mercato di capitale di rischio non quotate e società aperte al mercato di capitale di rischio quotate.

Rispetto alle prime vale la pena richiamare la disciplina delle clausole di gradimento. L'art. 2355-*bis*, primo comma, c.c. consente che lo statuto possa sottoporre a particolari condizioni il trasferimento di azioni nominative e, per un periodo non superiore a cinque anni dalla costituzione della società o dal momento in cui viene inserito il divieto, vietarne il trasferimento. Il secondo comma prosegue affermando la legittimità anche delle clausole che subordinano l'efficacia del trasferimento delle azioni, e quindi l'acquisto della qualità di socio, al mero gradimento di organi sociali o di altri soci, purché, a tutela dei soci che desiderano dismettere la propria partecipazione, sia previsto un obbligo di acquisto delle azioni a carico della società o di altri soci ovvero il diritto di recesso.

L'efficacia ostativa delle clausole di gradimento e, ancor più, di quelle di mero gradimento alla contendibilità della società è indubbia. Nessun soggetto terzo potrebbe acquisire una partecipazione, così come nessun socio potrebbe incrementare la propria, senza l'avallo dell'organo sociale o del socio o degli altri soci abilitati ad esprimere il gradimento. In definitiva, nessun trasferimento del controllo potrebbe aversi senza il consenso del socio o del gruppo di comando. Come si evince dall'art. 2355-*bis*, il legislatore non ha operato distinzioni fra società che non fanno appello al mercato del capitale di rischio e società quotate su mercati regolamentati o società che, pur non quotate, fanno appello al mercato del capitale di rischio. Per quanto concerne le società quotate può ritenersi che il legislatore abbia stimato sufficiente il divieto di inserimento di clausole di gradimento nelle società quotate che scaturisce dalla direttiva CE, n. 79/279, sui requisiti di ammissione a quotazione, il cui par. II, n. 2 dello schema A allegato alla direttiva prevede che le azioni debbano essere liberamente negoziabili (primo comma) e che "per l'ammissione alla quotazione ufficiale di azioni il cui acquisto è soggetto ad una clausola di gradimento, le autorità competenti possono derogare al primo comma soltanto se l'uso della clausola di gradimento non è tale da perturbare il mercato" (terzo comma) e dalle disposizioni della Consob, prima, e di Borsa italiana, in seguito. Allo stato, l'art. 2.1.3, secondo comma, lett. c) del regolamento della Borsa italiana richiede, ai fini dell'ammissione a quotazione, che le azioni siano "liberamente trasferibili"⁴¹⁹. Questo requisito è ritenuto idoneo a precludere la quotazione di società i cui statuti prevedano

⁴¹⁹ Non sembrano esserci vincoli, invece, alla quotazione di azioni il cui trasferimento sia oggetto di restrizioni presso la borsa di Amsterdam. L'art. 2.2.4 dell'allegato A alle regole di quotazione, infatti, stabilisce che il prospetto di quotazione debba indicare se la trasferibilità delle azioni sia soggetta a restrizioni che incidano sulla loro libera negoziabilità, come ad es. nel caso in cui fosse richiesta un'approvazione per l'efficacia del loro trasferimento.

clausole di gradimento⁴²⁰. Per quanto concerne le società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante ma non quotate, invece, nessun divieto del genere è rinvenibile. Relativamente a queste società, l'ordinamento consente il ricorso ad un istituto, quello della sottoposizione a gradimento del trasferimento delle azioni, che può costituire una misura impeditiva della circolazione delle partecipazioni di controllo. Pertanto, già sotto questo profilo non può dirsi con certezza che l'ordinamento abbia inteso precludere alle società aperte non quotate l'adozione di misure difensive *ex ante*.

Relativamente alle società quotate, invece, sebbene il legislatore non abbia posto alcun divieto all'adozione di clausole di gradimento, Borsa italiana s.p.a., come detto, esige che le azioni siano liberamente trasferibili. Tuttavia, l'obiettivo della società di gestione del mercato è quello di vietare clausole che ostacolino o alterino la liquidità del mercato degli strumenti finanziari e la fluidità delle transazioni non già quello di proibire la quotazione di azioni di società che vogliano sottrarsi al mercato del controllo societario. Lo si evince dal fatto che la negoziazione sui mercati regolamentati di azioni di banche popolari, il cui trasferimento è per legge soggetto al gradimento del consiglio di amministrazione (art. 30, quinto comma, t.u.b.), è ritenuta compatibile con le regole di quotazione. Pur, infatti, non derivando dall'acquisto di azioni di una banca popolare il diritto ad acquistarne la qualità di socio, si aggira l'ostacolo ricorrendo all'escamotage di considerare le azioni di banche popolari alla stregua di "una speciale categoria assimilabile alle azioni di risparmio"⁴²¹. L'assimilazione risiederebbe nella considerazione che le azioni di banche popolari, sebbene non attribuiscono il diritto di voto in caso di negazione del placet degli amministratori, consentono comunque l'esercizio dei diritti patrimoniali (art. 30, sesto comma, t.u.b.)⁴²².

In definitiva, dalla disciplina del gradimento non emerge una presa di posizione netta dell'ordinamento in sfavore di un istituto che efficacemente sottrae le società dal mercato del controllo societario.

Altra, molto diffusa in Italia, barriera preclusiva a trasferimenti del controllo di società è quella consistente nella stipulazione fra soci di sindacati azionari (di voto) e di

⁴²⁰ Sul punto, v. G. Ferrarini, cit. *supra* alla nota 417, p. 209.

⁴²¹ In tal senso G. Ferrarini, cit. *supra* alla nota 238, p. 748.

⁴²² L'operazione interpretativa è discutibile in quanto l'acquirente di azioni di risparmio, oltre a divenire socio e ad acquisire tutti i diritti di cui la legge non lo priva (perlomeno secondo l'orientamento di buona parte della dottrina), conosce già prima dell'acquisto la sua condizione (salvo appunto il dibattito sulla titolarità di diritti amministrativi diversi dal voto) ed è comunque analoga a quella di qualunque altro acquirente. Diversa, invece, può essere la condizione degli acquirenti di azioni di banche popolari che possono essere ammessi come soci o meno a seconda del volere del consiglio di amministrazione. Inoltre, se l'esenzione fosse giustificabile a questa stregua non si dovrebbe negare l'ammissione a quotazione di azioni di società ordinarie soggette a clausole di gradimento soltanto per l'esercizio dei diritti amministrativi.

blocco, mediante i quali gli aderenti si impegnano a non cedere azioni a terzi o ad altri soci senza il consenso, espresso nelle forme contrattualmente previste, dagli altri membri del patto. Il ricorso a patti parasociali fra soci di società quotate al fine di moltiplicare il potere di voto di alcuni fra loro e di blindare permanentemente il controllo delle società è stato duramente criticato in dottrina, in quanto ritenuto dannoso per gli azionisti esterni al gruppo di controllo, lesivo del valore della contendibilità delle società e foriero di gestioni manageriale inefficienti (proprio perché sottratte ad un'efficace disciplina di mercato)⁴²³. L'ordinamento italiano, con il d.lgs 58/98, ha scelto di non opporsi in linea di principio alla stipulazione di patti parasociali aventi ad oggetto azioni di società quotate ma di garantire al pubblico la conoscibilità degli stessi. La validità degli stessi, infatti, è subordinata al rispetto di obblighi di trasparenza e comunicazione, che culminano con l'obbligo di depositare i patti presso il registro delle imprese, mezzo di raccolta e pubblicità dei più importanti atti di informazione e organizzazione societaria (art. 122, primo comma, lett. c, t.u.f.). Sebbene la ricerca di un contemperamento fra l'interesse dei soci più rilevanti delle società quotate ad ottenere la stabilizzazione del governo delle società partecipate e l'opposto e configgente interesse del mercato a non consentire una cristallizzazione definitiva degli assetti di controllo (a favore di chi, singolarmente considerato, non ha investito in misura proporzionale al potere conseguito) abbia suggerito l'introduzione di una *break-through rule* con l'art. 122, terzo comma, l'efficacia preclusiva nei confronti di acquisizioni non concordate del controllo non è stata seriamente scalfita⁴²⁴.

Esistono altri istituti che, pur potendo essere improntati a logiche diverse da quelle di una saldatura degli assetti proprietari, possono essere efficacemente utilizzati per impedire una indesiderata circolazione dei diritti di controllo.

In primo luogo occorre considerare i gruppi piramidali, normalmente strutturati secondo una linea verticale che ha nel vertice una società *holding*, avente natura esclusivamente o prevalentemente finanziaria, e alla base una o più società operative, con la possibilità che la catena del controllo sia ulteriormente composta da un numero indefinito di società *subholding* o aventi natura mista, finanziaria e industriale. Questa struttura consente all'azionista che dispone del controllo, anche solo di fatto, della holding

⁴²³ V. G. Rossi, *Le diverse prospettive dei sindacati azionari nelle società quotate e in quelle non quotate*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 1353 ss., a p. 1373, che ritiene i sindacati di voto e di blocco aventi ad oggetto azioni di società quotate illegittimi perché "in contrasto con i principi fondamentali di tutela del pubblico risparmio".

⁴²⁴ Secondo R. Costi, *I patti parasociali*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, p. 113 ss., la disciplina in oggetto avrebbe perseguito un "ragionevole equilibrio" fra l'esigenza di "assicurare il necessario grado di contendibilità della proprietà e del potere" e l'esigenza di "non mortificare eccessivamente l'autonomia privata dei soci".

di usufruire dell'effetto leva dato dalle partecipazioni a catena per mantenere il controllo delle società a valle, senza tuttavia doversi accollare il costo che richiederebbe un investimento diretto nelle società operative finalizzato all'acquisto del controllo. Ne discende, quindi, una sostanziale disarmonia fra i profili economici della partecipazione, posto che i diritti patrimoniali rimangono sostanzialmente proporzionati all'ammontare dell'investimento nella *holding*, e profili amministrativi, atteso che il potere di voto disponibile nelle società a valle si moltiplica in misura non proporzionale all'ammontare dell'investimento nella *holding*.

Il collegamento di società mediante la detenzione di partecipazioni di controllo delle une nelle altre può e anzi solitamente serve scopi economici legittimi. Il nostro ordinamento ha di recente optato per una regolamentazione di alcuni aspetti del fenomeno (artt. 2497 – 2497-*septies*), consistenti in particolare nella tutela dei soci di minoranza delle società soggette a direzione e coordinamento (a cui è riconosciuto, nei confronti della società partecipata e, in via sussidiaria, nei confronti della società controllante, il diritto al risarcimento dei danni che l'attività di direzione e coordinamento abbia cagionato nonché, in particolari circostanze, il diritto di recesso) e dei creditori di queste e nell'assicurazione di forme di pubblicità dell'esistenza di gruppi a tutela dei soci e dei terzi che con essi vengano in contatto. Il problema delle "scatole cinesi", cioè delle società create *ad hoc* per gestire partecipazioni di controllo in altre società, è affrontato, peraltro solo parzialmente, dalle regole di borsa. L'art. 2.2.1., sesto comma, del reg. Borsa, richiede soltanto che l'emittente eserciti un'attività in grado di generare ricavi, anche attraverso controllate, e in condizioni di "autonomia gestionale". Della nozione di autonomia gestionale, tuttavia, non vengono chiariti gli estremi, salvo soltanto il generico riferimento alla non interferenza con la "massimizzazione degli obiettivi economico-finanziari propri dell'emittente". Si aggiunge, infine, che l'attivo o i ricavi dell'emittente non devono dipendere in misura preponderante dall'investimento o dai risultati dell'investimento in una società quotata⁴²⁵.

⁴²⁵ Più dettagliate ed incisive sono in materia le regole di quotazione dei mercati londinesi. Innanzitutto, ai sensi del par. 3.6 (b) delle *Listing Rules*, una società, la cui maggioranza degli *assets* risulti investita in strumenti finanziari di un'altra società quotata, per ottenere a sua volta la quotazione, deve soddisfare i requisiti richiesti per la quotazione di una *investment company*, fra i quali si annovera quello per cui una *investment company* non può investire più del venti per cento degli *assets* lordi in strumenti finanziari di un'unica società, salvo che la politica della *investment company* sia proprio quella di investire principalmente in un'altra società che investa a sua volta in un portafoglio di investimenti (par. 21.9 (h)). In secondo luogo, in virtù del par. 3.12, la società che abbia un azionista di controllo (per esso intendendosi, come chiarisce il successivo par. 3.13, ogni soggetto capace di esercitare o di controllare l'esercizio del trenta per cento o più dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria o di nominare amministratori che esprimano la maggioranza dei voti nell'ambito del consiglio di amministrazione) deve essere capace in ogni momento di esercitare la propria attività indipendentemente dall'azionista di controllo e tutte le transazioni e relazioni tra la società e l'azionista di controllo devono essere condotte "at arm's length" e su normali basi commerciali. La scelta della *UK Listing Authority* è quindi quella, da un lato, di osteggiare la quotazione di scatole cinesi, che non rispettino i requisiti richiesti

In sostanza, non vi è alcuna presa di posizione netta dell'ordinamento che ostacoli il ricorso alla formazione di gruppi piramidali per la blindatura del controllo. Anche in questo caso, quindi, non si evince la volontà di assicurare la piena contendibilità delle società.

Al fine di stabilizzare il governo ed ostacolare l'acquisizione del controllo da parte di terzi non graditi, le società ricorrono anche a partecipazioni incrociate. Attraverso l'istituto delle partecipazioni incrociate, il gruppo di controllo di una società può difendere la sua posizione dominante o perseguendo uno scambio di partecipazioni sociali con società controllate da soggetti amici ed accomunati dal desiderio di implementare misure difensive *ex ante* oppure acquistando una partecipazione rilevante nella società che si teme sia in procinto di procedere ad una scalata della propria, avvalendosi delle disposizioni che pongono dei limiti agli incroci azionari favorevoli al primo che assume l'iniziativa. Lo strumento delle partecipazioni incrociate si è diffuso in particolare nei Paesi dell'Europa continentale ed in Giappone. In Italia si è cercato di ridurre la portata del fenomeno, per quanto concerne le società quotate, dapprima con l'art. 5, ottavo comma, l. 7-6-1974, n. 216 e poi con l'art. 121, t.u.f. In virtù di quest'ultima disposizione, il limite posto alle partecipazioni incrociate fra società quotate è fissato nel due per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto per la nomina e revoca degli amministratori. Salva l'applicazione dell'art. 2359-*bis* c.c. quando esista un rapporto di controllo fra le due società, la società che supera il limite del due per cento successivamente non può esercitare il diritto di voto in relazione alle eccezioni eccedenti e deve alienarle entro dodici mesi. In mancanza di alienazione, la sospensione del diritto di voto si estende all'intera partecipazione. Il secondo comma consente l'innalzamento del limite al cinque per cento a condizione che il superamento del due per cento da parte di entrambe le società sia preventivamente autorizzato dall'assemblea ordinaria delle stesse.

La fissazione dei limiti menzionati si ripropone di ridurre al minimo i rischi di *governance* delle società che procedano a incroci azionari. L'obiettivo è quello di evitare, cioè, che ciascun gruppo di controllo possa contare nelle assemblee della propria società anche sui voti espressi dal gruppo di controllo della società con cui si è realizzato lo scambio, cementando così gli assetti di governo a favore degli *incumbents* per di più mediante l'utilizzo di fondi delle società e quindi, in linea di principio, di pertinenza anche degli azionisti esterni. Parimenti, si è cercato di non mortificare i benefici che possano derivare da partecipazioni incrociate, ad esempio quale strumento di consolidamento di

per le società di investimento e, dall'altro, di richiedere il rigoroso rispetto dell'autonomia gestionale delle società controllate.

legittime e auspicabili alleanze industriali, consentendo l'innalzamento del "tetto" al cinque per cento.

Della fissazione del limite agli incroci azionari, tuttavia, si sarebbe potuto abusare, come sopra è stato segnalato, anche in altro modo, vale a dire acquistando una partecipazione superiore al due per cento nella società quotata, o superiore al dieci per cento nella società non quotata, ritenuta in procinto di procedere ad una scalata nei confronti della prima. A questo fattispecie di abuso ha cercato di ovviare il quinto comma mediante l'istituto della *break-through rule* per cui i limiti alle partecipazioni incrociate possono essere superati con acquisti derivanti da un'opa avente ad oggetto almeno il sessanta per cento delle azioni con diritto di nomina e revoca degli amministratori.

Anche l'emissione di azioni che non diano diritto alla nomina e revoca degli amministratori costituiscono uno strumento potenzialmente idoneo a rafforzare il gruppo di controllo. Mediante l'emissione di queste categorie di azioni, si possono aumentare il capitale con raccolta di fondi presso soci o terzi senza tuttavia diluire la quota di controllo. Poiché gli azionisti di maggioranza possono mantenere la loro influenza dominante senza doverne pagare il costo, il ricorso all'emissione di azioni prive del diritto di nomina e revoca degli amministratori solleva i ben noti problemi di agenzia connessi ad una sproporzione fra ammontare dell'investimento effettuato dal soggetto di controllo e potere di voto a sua disposizione. Non subendo pertanto l'effetto disincentivante che deriva dalla sopportazione di un rischio d'impresa e finanziario correlato all'assunzione delle sue decisioni e quindi dei costi che tali decisioni comportano, infatti, il soggetto in questione potrebbe non ponderare adeguatamente le conseguenze di certe operazioni e scaricare sugli altri azionisti, che costituiscono in ipotesi la maggioranza del capitale, i rischi di iniziative assunte senza la loro partecipazione.

Il quadro normativo degli istituti menzionati segnala un relativo sfavore dell'ordinamento verso barriere difensive antisalata, operanti *ex ante*. Tuttavia, non è possibile ricavare con certezza dal sistema alcun principio generale di illegittimità degli istituti che svolgono o che possono anche svolgere una funzione antisalata. Di questo avviso sembra essere anche l'Assonime, nel momento in cui sostiene che «nessuna disposizione del testo unico o del regolamento Consob si occupa delle tecniche di difesa "preventive", cioè di quegli "accorgimenti" che l'emittente potrebbe "allestire" mediante l'adozione di clausole statutarie (per esempio limiti ai possessi azionari); il crisma di legittimità è in questo caso [...] da ricercare nelle regole di diritto comune [...] oltre che di quelle, contenute in altre parti del testo unico stesso ovvero nel c.d. regolamento dei

mercati adottato, ai sensi dell'art. 62 del testo unico, dalle società di gestione del mercato, che governano lo *status* di società quotata o disciplinano l'ammissione nei mercati»⁴²⁶.

Ad ulteriore conforto di questa opinione pare si possa segnalare la recente disciplina delle azioni a voto condizionato introdotta con l'inserimento del comma *2-bis* nell'art. 104, t.u.f. Il legislatore non ha vietato l'emissione di azioni che, prive nel corso ordinario della vita sociale del diritto di nominare e revocare gli amministratori, acquistano tale diritto allorché la società sia fatta oggetto di un'opa ma ha imposto il giudizio dei soci sull'operatività del voto condizionato, sottoponendo quindi quella che sarebbe una misura difensiva a carattere preventivo (sebbene con operatività subordinata al lancio di un'opa) alla disciplina delle autorizzazioni assembleari richieste per l'adozione di misure difensive *ex post*⁴²⁷.

Dal divieto di introdurre limiti statutari al diritto di voto nelle società che fanno appello al mercato del capitale di rischio non pare pertanto che possa desumersi con

⁴²⁶ Circolare Assonime n. 13/1999, in *Riv. soc.*, 1999, p. 33 ss., a p. 51 s.

⁴²⁷ Sulle azioni con diritto di voto condizionato all'effettuazione di un'offerta pubblica d'acquisto v. M. Gatti, *Le azioni con voto subordinato all'effettuazione di un'opa e l'autorizzazione di conferma*, in *Giur. comm.*, Supplemento al n. 3/04, *Numero speciale: Contributi alla riforma delle società di capitali*, 2004, I, p. 511 ss. L'Autore, nel criticare la comunicazione Consob n. 99058868 del 29 luglio 1999 con la quale l'autorità di vigilanza, in base all'assunto della non modificabilità del bilanciamento di interessi predisposto dal legislatore in materia di contendibilità del controllo societario, aveva espresso parere negativo sull'ammissibilità di azioni di risparmio automaticamente convertibili in azioni ordinarie al verificarsi di eventi prodromici ad un mutamento del controllo della società, afferma che " il t.u.f., lungi dallo sposare una politica di aprioristico favore per l'offerente, contiene un'apertura (di rilevanza sistematica forte) sia alle difese sia alle aste per il controllo" (p. 528). L'ordinamento, quindi, non tenderebbe ad un divieto di carattere generale all'adozione di misure di difesa contro scalate ostili da parte di società contendibili, salve le specifiche restrizioni o gli specifici divieti posti in relazione a determinate misure od operazioni aventi carattere difensivo, in quanto si accoglie la tesi che difese opportunamente dispiegate possono ridurre i rischi connessi ai problemi di scelta collettiva degli azionisti dispersi (quali la difficoltà a coordinarsi per respingere un'offerta) e quindi portare all'insuccesso di offerte inefficienti e non massimizzanti il valore dell'investimento degli oblati (p. 538). Vero è, tuttavia, che il quadro normativo, con l'istituto della *passivity rule* dell'art. 104 t.u.f., mostra un atteggiamento di favore nei confronti dell'offerente piuttosto che nei confronti degli *incumbents*. In mancanza, infatti, del voto favorevole di almeno il trenta per cento delle azioni con diritto di voto, gli amministratori non possono adottare nessuna misura che possa contrastare gli obiettivi dell'offerta. L'istituto delle azioni a voto condizionato subordinato al lancio di un'opa, se non corroborato dall'autorizzazione assembleare di conferma da ottenersi successivamente alla pubblicizzazione dell'offerta, vanificherebbe la posizione di privilegio accordata dal t.u.f. all'offerente, rendendo più onerosa l'offerta, in base ad un meccanismo che vedrebbe gli azionisti chiamati ad approvare un'operazione in tempo di pace, e quindi senza l'incentivo a valutarne i profili di riduzione della contendibilità della società, che esplica un'efficacia difensiva differita al lancio di un'opa e non richiede un secondo più ponderato giudizio degli investitori (p. 533 ss.). Per queste ragioni, l'istituto dell'autorizzazione assembleare di conferma dovrebbe essere concepito come requisito necessario per attribuire efficacia ad "operazioni che comportino modifiche endo-organizzative con cui venga alterato il *default* stabilito dall'art. 104 t.u.f." (p. 540). Anche accogliendo questa interessante soluzione interpretativa, l'efficacia di clausole limitative al possesso azionario in pendenza di un'opa rimarrebbe estranea alla subordinazione ad una delibera autorizzativa dell'assemblea per il fatto che l'operatività di queste clausole prescinde dal lancio di un'opa e non comporta pertanto alcuna "modifica endo-organizzativa" in pendenza di un'opa. In ogni caso, anche ammettendo che i limiti al possesso azionario rientrino nel novero di quelle clausole che, potendo dispiegare effetti ostativi al successo di un'opa, debbano essere assoggettate, secondo quest'opzione interpretativa, ad un'autorizzazione di conferma, resta il fatto che, allo stato del nostro ordinamento e a prescindere dalle personali preferenze degli interpreti in punto di *policy*, "sembra assurdo confinare la validità delle difese preventive a quelle sole che abbiano ricevuto un qualche trattamento legislativo..." e quindi frustrare "le più ampie prerogative accordate dalla novella all'autonomia statutaria" (p. 540). Una negazione in radice della legittimità dei possessi azionari nelle società aperte, in quanto non disposta espressamente dal legislatore, incorrerebbe, a mio parere, in questo assurdo.

certezza l'illegittimità di ogni altra clausola statutaria che possa svolgere una funzione di misura difensiva *ex ante* della società nei confronti di soggetti potenzialmente interessati al conseguimento del suo controllo, per quanto analoga, sotto il profilo dell'efficacia, ad una clausola limitativa del diritto di voto. Il legislatore, infatti, non ha vietato in generale l'adozione di misure difensive *ex ante* nelle società aperte ma ha vietato una clausola specifica potenzialmente idonea a rappresentare una misura difensiva *ex ante*. Unica eccezione espressamente sanzionata dal legislatore è quella dei limiti statuari al diritto di voto. Con un solo divieto espresso non è agevole rinvenire un principio generale secondo cui le misure difensive a carattere preventivo sono vietate nelle società aperte.

Inoltre la tesi per cui *ubi lex nocuit, tacuit* pare rinforzata dal rilievo del diffuso ricorso ai limiti al possesso azionario nella realtà delle società quotate privatizzate, ove l'inserimento di tali limiti è espressamente consentito dall'art. 3, l. 30-7-1994, n. 474 in relazione a società operanti nei settori della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia e degli altri pubblici servizi⁴²⁸, banche ed assicurazioni, direttamente o indirettamente controllate dallo Stato o da altri enti pubblici. Al legislatore della riforma era noto l'istituto e ciò nondimeno non si è espresso sulla sua illegittimità. Probabilmente, si è preso atto che un divieto di introduzione di limiti al possesso azionario nelle società quotate avrebbe determinato una conflittualità sistematica tra diritto comune delle società e diritto speciale delle società privatizzate ancora più stridente di quella già rilevabile.

Inoltre, l'opportunità di procedere con cautela nel desumere dalla illiceità dei limiti al voto nelle società aperte l'illiceità di altre clausole statuarie che, pur potendo svolgere una funzione difensiva antiscalata, svolgano anche altre funzioni discende dalla considerazione che, mentre i limiti al diritto di voto perseguono l'obiettivo di impedire l'acquisizione del controllo di una società da parte di un solo azionista o di un numero ristretto di azionisti che pur detenga la maggioranza del capitale, i limiti al possesso azionario, impedendo in ogni caso l'acquisto di quote maggioritarie⁴²⁹, favoriscono la diffusione dell'azionariato tra il pubblico degli investitori istituzionali e quindi, indirettamente, l'accesso del pubblico risparmio all'investimento azionario⁴³⁰.

⁴²⁸ Per tali società il limite massimo al possesso azionario non può essere superiore al cinque per cento riferito al singolo socio e si applica anche ai congiunti (se persona fisica) e ai soggetti che lo controllano (se persona giuridica) e alle società da quello controllate o a quello collegate (art. 3, primo comma). Il superamento del limite comporta il divieto di esercitare il diritto di voto e comunque i diritti aventi contenuto diverso da quello patrimoniale, attinenti alle partecipazioni eccedenti tali limiti (art. 3, secondo comma).

⁴²⁹ E' oggetto di discussione la sorte dei diritti sociali inerenti alla partecipazione eccedente e la sussistenza di un potere della società di far vendere forzosamente la partecipazione in eccesso.

⁴³⁰ Il nuovo art. 1, secondo comma, l. n. 474/1994, sulle modalità di dismissione delle partecipazioni azionarie dello Stato e degli enti pubblici indica espressamente, tra le finalità dell'alienazione delle partecipazioni, anche la "diffusione dell'azionariato tra il pubblico dei risparmiatori e degli investitori istituzionali".

L'argomento tuttavia più pregnante a sostegno della perdurante legittimità dei limiti statuari al possesso azionario nelle società aperte, nonostante il divieto di introduzione di limiti statuari ai diritti di voto, attiene proprio alla funzione del diritto di voto rispetto al contenuto e al valore della partecipazione azionaria.

Nonostante sia un dato acquisito in tutti i principali ordinamenti societari che il diritto di voto non è più un attributo necessario né dello *status* di socio né degli strumenti finanziari qualificabili come azioni, laddove il diritto di voto sia effettivamente ricollegato ad una partecipazione azionaria, dell'assegnazione di questo diritto per via statutaria e dell'affidamento che l'acquirente della partecipazione faccia sulla titolarità di questo diritto non si può non tenere conto nel valutare la legittimità di operazioni volte a limitarne la portata. Poiché la titolarità dei diritti di voto deriva dalla titolarità dell'azione, la limitazione del diritto di voto comporta una limitazione dei diritti proprietari o, meglio, contrattuali dell'azionista. Il diritto di voto, peraltro, è l'unico strumento concesso all'azionista che non intenda dismettere la propria partecipazione per gestire, valorizzare e salvaguardare il proprio investimento. La limitazione del diritto di voto produce quindi una riduzione delle capacità del soggetto titolare della partecipazione azionaria di tutelare i beni mobiliari in sua proprietà, una riduzione, in sostanza, del suo diritto di godimento di tali beni. Concepito il diritto di voto in questi termini, l'art. 2351 si presenta come disposizione unicamente destinata a regolamentare la materia del voto e a contemplare tutte le ammissibili opzioni statuarie di deviazione dal principio di proporzionalità indicativamente assunto a base dell'organizzazione societaria dal primo comma. La dizione letterale dell'art. 2351, terzo comma, conforta questo assunto. La disposizione non vieta l'inserimento di clausole limitative del diritto di voto nelle società che fanno appello al mercato del capitale di rischio bensì autorizza tali clausole nelle società che al mercato del capitale di rischio non fanno appello. Il punto di vista apparentemente, sebbene non convincentemente, accolto dal legislatore è quello per cui, in assenza di una tale previsione, l'inserimento di limiti al diritto di voto non sarebbe lecito nemmeno nelle società chiuse. L'intervento, quindi, è esclusivamente volto ad autorizzare una deroga al principio un'azione, un voto analogamente a quanto si ripropone il secondo comma, in relazione non al profilo soggettivo della partecipazione complessiva del singolo socio quanto in relazione al profilo oggettivo della partecipazione azionaria, e limitatamente al tipo della società chiusa.

Vista l'esclusività dell'oggetto e degli obiettivi di questa norma, non è certo che rimanga spazio per una interpretazione analogica o anche solo marcatamente estensiva

delle relative disposizioni. Un'estensione analogica del divieto di limiti al diritto di voto nelle società aperte tale da comportare anche un divieto di inserimento di tetti al possesso azionario presupporrebbe, peraltro, l'esistenza di una lacuna da colmare. In tale circostanza, tuttavia, non sembra possa rinvenirsi una lacuna normativa. Il difetto di norme di legge disciplinanti la materia dovrebbe portare al riconoscimento implicito della possibilità di rimetterne la regolamentazione alle scelte dell'autonomia statutaria piuttosto che indurre alla ricerca di ulteriori divieti ricavabili da norme regolatrici di materie contigue.

Anche un'interpretazione estensiva, basata sulla *ratio* della disposizione, non pare del tutto fondata. Da un punto di vista generale, il favore del nuovo diritto societario per le libere determinazioni dei soci dovrebbe limitare la tendenza ad allargare la portata dei divieti espressi, tendenza che frustrerebbe gli obiettivi della riforma. In secondo luogo, la considerazione sistematica complessiva dell'art. 2351 induce a preferire una valutazione delle autorizzazioni e dei divieti ivi contenuti circoscritta alla materia dei diritti di voto e non estesa o estensibile (ad arbitrio dell'interprete) ad altre materie, per quanto esse possano apparire o siano effettivamente (e anche solo parzialmente) correlate. In terzo luogo, l'estensione basata sulla *ratio* è discutibile in quanto dovrebbe coerentemente portare l'interprete a fondare un giudizio di illegittimità di tutte le clausole statutarie o deliberazioni che abbiano per oggetto la predisposizione di misure difensive antiscalata a carattere preventivo.

Non è possibile ricavare un aiuto decisivo in proposito dall'esperienza tedesca. Nei paragrafi precedenti si è dato conto della forte analogia esistente tra la lettera del nuovo art. 2351, terzo comma e quella del § 134, *Abs. 1, Satz 2, AktG*, tale da legittimare il "sospetto" che il legislatore italiano abbia attinto proprio dalla disposizione tedesca, così come modificata dal *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich* del 27 aprile 1998 (*KonTraG*), nel redigere la norma citata. Un indizio di tale derivazione è rinvenibile proprio nel diverso metodo attraverso il quale si è diversificata la disciplina fra società chiuse ed aperte. Anziché consentire i limiti al diritto di voto e poi vietarli nelle società aperte si è preferito consentirli soltanto nelle società chiuse. Nel resto della riforma, invece, l'approccio è quello di attribuire spazi di autonomia statutaria alle società per eventualmente ridurli con riferimento a quelle che richiedono un maggior tasso di imperatività o che richiedono una maggiore attenzione ad interessi terzi.

Nell'ordinamento tedesco, infatti, l'ammissibilità di limiti al possesso azionario è fortemente dubbia. Alla luce del disposto del § 23, *Abs. 5, AktG*, nello statuto di una

società per azioni possono essere inserite disposizioni che integrano o derogano a norme di legge soltanto laddove tali integrazioni o deroghe siano espressamente consentite dalla legge. Questa disposizione avrebbe probabilmente precluso nell'ordinamento azionario tedesco l'introduzione di limiti statuari al diritto di voto se l'accoglimento del principio di proporzionalità di un voto per ogni azione contenuto nel § 12 non fosse stato accompagnato dalla norma autorizzativa del § 134, *Abs. 1, Satz 2*⁴³¹.

Considerato che nessuna norma della legge azionaria autorizza l'introduzione di limiti ai possessi azionari e che la loro introduzione, se non contrastante con la legge regolatrice dello statuto, ne costituirebbe però quanto meno un'integrazione e considerato il valore costituzionale del diritto di proprietà nella legge fondamentale tedesca, le perplessità sulla liceità di clausole limitative al possesso azionario sono consistenti⁴³². Poiché dal sistema del diritto azionario italiano non sono rinvenibili analoghe limitazioni, deriva la difficoltà per l'interprete italiano di volgere lo sguardo all'esperienza tedesca.

Le considerazioni che precedono sull'ondivago e ambiguo atteggiamento della nostra legislazione nei confronti delle barriere difensive antiscalata operanti *ex ante*, sulla collocazione sistematica della disposizione sui limiti al diritto di voto, sul punto di vista dell'ordinamento (consistente non nel divieto di inserire limiti di voto nelle società aperte quanto di autorizzarne l'inserimento in quelle chiuse) e sul confronto con la disposizione tedesca dovrebbero convincere del fatto che non solo dell'art. 2351, terzo comma, non è ammissibile un'applicazione analogica alla fattispecie dei limiti al possesso azionario ma anche che da questa disposizione, singolarmente considerata ed in mancanza di altre conferme normative, non sia desumibile alcun principio generale tale da governare tutte le fattispecie statuarie che presentano similitudini sotto il profilo della operatività e degli obiettivi.

Per queste ragioni, oltre all'*analogia legis* e all'*analogia iuris*, andrebbe esclusa l'applicabilità dell'art. 1344 c.c. L'introduzione di limiti al possesso azionario in società aperte non dovrebbe essere giudicata come un'operazione compiuta in frode alla legge (in frode, cioè, all'art. 2351, terzo comma) e quindi illecita, perché la legge che si pretenderebbe frodata non consente l'introduzione in statuto di determinate clausole (quelle che limitano il diritto di voto) ma non lascia intendere con certezza l'obiettivo di un divieto generalizzato di ogni altra clausola, per di più ampiamente nota al legislatore speciale e diffusa nella prassi qual è una clausola che ponga un tetto al possesso azionario, che possa produrre effetti sostanzialmente analoghi.

⁴³¹ L. Calvosa, cit. *supra* alla nota 61, p. 223.

⁴³² *Ivi*, p. 155 e 177.

In definitiva, sembrano essere più consistenti le argomentazioni a sostegno della perdurante legittimità dei limiti ai possessi azionari nelle società quotate piuttosto che quelle di segno contrario. Se si accoglie questa prospettiva, le scelte dell'ordinamento in materia di clausole statutarie che possono prevenire il successo di opa, in punto di politica del diritto, paiono contraddittorie. Meglio sarebbe se si vietasse espressamente anche l'utilizzo di limiti al possesso azionario nelle società aperte o se ne imponesse la loro sottoposizione ad una *break-through rule*, analoga a quella che sterilizza l'efficacia difensiva degli incroci azionari e dei patti parasociali. Si tratterebbe di una ulteriore compressione dell'autonomia statutaria dei soci, giustificata dalla esigenza di prevenire un esercizio della stessa ad esclusivo beneficio della minoranza di controllo⁴³³. Finché tuttavia non vi sia modo di conoscere il giudizio inequivocabile del legislatore, l'interprete non è autorizzato a forzare o estendere a sua discrezione il dettato delle norme, per quanto contraddittorie o incoerenti esse possano apparire.

2.1. Segue: *Sulle clausole limitative dei possessi azionari contenute in patti parasociali relativi a società quotate.*

Clausole limitative di possessi azionari sono conosciute non solo nella realtà statutaria ma anche in quella parasociale. Esistono patti parasociali, finalizzati alla stabilizzazione degli assetti societari e al governo della società, in cui i paciscenti concordano la percentuale massima di azioni che ciascuno può detenere al di fuori del patto⁴³⁴. La finalità consiste nell'impedire che l'assetto di controllo, così come determinato nel patto, sia vanificato dall'accrescimento della propria partecipazione da parte di uno dei soci sindacati in mancanza del preventivo consenso degli altri contraenti. Nell'ipotesi in cui si dovesse radicare l'orientamento contrario all'ammissibilità dei limiti

⁴³³ Pertanto si dissente dall'opinione di F. Di Sabato, *Manuale delle società*, Torino, 1992, p. 231, secondo cui i limiti al possesso azionario, diffondendo la proprietà azionaria, accentuerebbero quel aspetto tipico del modello organizzativo azionario consistente nel "massimo distacco tra la partecipazione (stessa) e la persona del suo titolare, nel duplice senso della irrilevanza delle qualità personali e della facilità di circolazione nelle forme proprie dei titoli di credito". In realtà, i limiti al possesso azionario, così come i limiti al diritto di voto, alterano il principio capitalistico della società per azioni, tale per cui dovrebbe comandare chi più investe o ha da investire e pertanto ha, almeno in teoria, i più seri incentivi ad un'efficiente conduzione dell'impresa. Ogni tetto azionario o al voto riduce la dimensione capitalistica ed accentua la dimensione personalistica, poiché tende a livellare e parificare il potere decisionale dei soci, impedendo che gli uni prevalgano sugli altri. Ancora una volta si deve ribadire che l'operatività di vincoli al voto o a possessi azionari non può prescindere dalla composizione dell'azionariato e che, se è vero che tali vincoli possono contribuire alla diffusione dell'azionariato, non è affatto detto che si realizzi quell'ideale di proprietà diffusa che non vede alcuno nella posizione di controllante. Sovente il controllo sarà acquisito, a basso costo, dal soggetto che raggiungerà la massima soglia di voto consentita e dagli altri soci che agiscano di concerto con lui, a fronte del disincentivo di concorrenti a partecipare alla conquista del controllo della società con mezzi diversi da quelli dell'acquisto, non permesso (con limiti al possesso azionario) o irrilevante (con limiti ai diritti di voto), di una partecipazione maggioritaria.

⁴³⁴ V. l'art. 3 del patto parasociale esaminato da A. Toffoletto, cit. *supra* alla nota 269, p. 273 s.

al possesso azionario nelle società quotate, potrebbe porsi il quesito della legittimità di limiti al possesso azionario introdotti a livello parasociale. Mi pare che ad un tale interrogativo dovrebbe darsi risposta positiva. Se infatti si assume che il divieto di limiti al possesso azionario, così come il divieto di limiti al diritto di voto, nelle società quotate sia motivato dall'esigenza di non consentire alle società di sottrarsi al mercato del controllo societario con l'adozione di barriere ostative nei confronti di potenziali investitori interessati al controllo, allora si dovrebbe concordare che clausole parasociali non sortiscono questo effetto di chiusura per il semplice fatto che hanno efficacia limitata ai soli soci aderenti al patto.

Certamente clausole del genere ridurrebbero il numero di soggetti potenzialmente in grado di acquisire il controllo ma non ostacolerebbero il mercato del controllo in generale. Da un lato, infatti, la contendibilità della società continuerebbe a dipendere dall'ammontare, più o meno rilevante, delle partecipazioni apportate in sindacato e quindi vincolate alla stabilizzazione degli assetti proprietari. Dall'altro lato, l'efficacia della clausola sarebbe, come l'efficacia di ogni altra clausola parasociale, puramente obbligatoria, tale cioè da non precludere la validità degli acquisti incrementali in violazione della clausola. Anche prendendo atto che un'efficacia meramente obbligatoria non rende la cristallizzazione degli assetti societari meno stabile di quanto la renderebbe un'efficacia reale, viste le clausole penali e il giudizio riprovevole che attirerebbe su di sé il socio che violasse il patto parasociale, la riduzione dei soggetti potenzialmente in grado di acquisire il controllo avverrebbe pur sempre per effetto di una decisione dagli stessi liberamente assunta e quindi non sindacabile con il criterio del *favor* per la contendibilità delle società quotate, che non può estendersi sino a comprimere la libertà di scelta dei singoli investitori.

BIBLIOGRAFIA

Abbadessa, P.

- *L'assemblea nella s.p.a.: competenza e procedimento nella legge di riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 542 ss.

Abriani, N.

- *Commento sub art. 2351*, in G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, p. 310 ss.
- *Il divieto del patto leonino*, Milano, 1994.

Adams, M.

- *Höchststimmrechte, Mehrfachstimmrechte und sonstige wundersame Hindernisse auf dem Markt für Unternehmenskontrolle*, in *AG*, 1990, p. 63 ss.

Angelici, C.

- *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, p. 1 ss.
- *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 2*, Torino, 1991, p. 99 ss.
- *Le azioni*, in *Il codice civile. Commentario* a cura di P. Schlesinger, Milano, 1992.
- *Il socio nella riforma*, in Camera di Commercio Industria Artigianato e Agricoltura di Sassari (a cura di), *La riforma del diritto societario*, Milano, 2004, p. 11 ss.

Arnold, C.

- *Voting Abroad: Practical Experiences*, in *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, The Hague, 1999, p. 391 ss.

Ascarelli, T.

- *Sui poteri della maggioranza nelle società per azioni ed alcuni loro limiti*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, p. 99 ss.
- *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, p. 147 ss.
- *Limiti di validità dei sindacati azionari*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, p. 179 ss.
- *Principi e problemi delle società anonime*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, p. 3 ss.
- *Considerazioni in tema di società e persona giuridica*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, I, p. 245 ss.

- *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 3 ss.
 - *Ancora in tema di imprenditore occulto*, in *Riv. soc.*, 1958, p. 1153 ss.
- Ashton, D.C.
- *Revisiting Dual-Class Stock*, 68 *St. John's L. Rev.* 863 (1994).
- Asquini, A.
- *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 929 ss.
- Associazione Preite
- *Il diritto delle società*, a cura di G. Olivieri, G. Presti e F. Vella, Bologna, 2004.
- Auletta, G.
- *Appunti di diritto commerciale*, Napoli, 1946
- Barca, F., e Becht, M.
- *The Control of Corporate Europe*, Oxford, 2001.
- Barone Locré
- *Legislazione civile, commerciale e criminale*, I, Napoli, 1843, trad. it. a cura di G. Ciuffi.
- Baums, T.
- *Höchststimmrechte*, in *AG*, 1990, p. 221 ss.
- Bebchuk, L.A.
- *Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements*, 152 *U. Penn. Law Rev.* 101 ss. (2003).
- Bebchuk, L.A., Kraakman, R. e Triantis, G.
- *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights*, NBER Working Paper No. 6951 (1999), consultabile su <http://papers.ssrn.com/abstract=147590>.
- Bergerman, V.
- *Voting Trusts and Non-Voting Stock*, 37 *Yale L.J.* 445(1928),
- Bigelli, M.
- *Le azioni di risparmio*, Bologna, 2003.
- Bigiavi, W.
- *L'imprenditore occulto*, Padova, 1954.
 - *Difesa dell'«imprenditore occulto»*, Padova, 1962.
- Bione, M.
- *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 2*, Torino, 1991, p. 3 ss.
- Bisogni, G.B.

- *Autonomia ed eteronomia nella disciplina dei rapporti associativi della publicly held corporation*, in *Riv. soc.*, 1997, p. 649 ss.

Blair, M.

- *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the twenty-first Century*, Washington, 1995.

Blandini, A.

- *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 467 ss.

Bonelli, F.

- *Atti estranei all'oggetto sociale e poteri di rappresentanza*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 924 ss.

Borsari, L.

- *Il Codice di commercio del Regno d'Italia annotato*, Torino, 1869.

Brunelli, G.

- *Il libro del lavoro*, in *Commento del nuovo codice civile italiano*, Milano, 1943.

Cabiati, A.

- *Il progetto del nuovo codice di commercio e le azioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, p. 9 ss

Calvosa, L.

- *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, Milano, 1999,

Campobasso, G.F.

- *Diritto commerciale. 1. Diritto dell'impresa*, 4^o ed., Torino, 2003.

- *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, 5^a ed., Torino, 2002.

Carnevali, U.

- nota a Trib. Milano, 6 febbraio 1992, Bassi e altri c. Meazza e altri, in *Società*, 1992, p. 1089 ss.

Casella, M.

- *Legittimità del voto scalare nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1973, p. 416 ss.

Caselli, G.

- *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1980, I, p. 682 ss.

Cassinelli

- *Le azioni a voto plurimo nelle società anonime: diritto vigente-riforma della legge*, Roma, 1925

- in *Giur. it.*, 1925, I, I, 415 e 667

Chen, Y.H.

- *Compensating Voting Loss: The Case of Ericsson* (February 26, 2004), consultabile presso <http://ssrn.com/abstract=509282>.

Civitelli, M.

- *La riforma delle società di capitali e le azioni di risparmio*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 491 ss.

Coates IV, J.C.

- *Ownership, Takeovers and EU Law: How Contestable Should EU Corporations Be?*, Discussion Paper No. 450,12/2003 consultabile sul sito internet http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/

Coelho, E.

- *Direito de Voto das Accionistas nas Assembleias Gerais das Sociedades Anónimas*, Lisboa, 1987.

Commissione ministeriale per la riforma della legislazione commerciale

- *Progetto preliminare per il nuovo codice di commercio*, Milano, 1922.

Commissione reale per la riforma dei codici, Sottocommissione B

- *Codice di commercio*, I, *Progetto*, Roma, 1925.

- *Codice di commercio*, II, *Relazione sul progetto*, Roma, 1925.

Company Law Review Steering Committee

- *Final Report*, 2001.

- *Modern Company Law for a Competitive Economy: Developing the Framework*, 2000.

Coppola, A.,

- *Commento all'art. 2368*, in M. Sandulli e V. Santoro (a cura di), *La riforma delle società. Società per azioni – Società in accomandita per azioni*, cit., p. 289 ss.

Corapi, D.

- *Gli statuti delle società per azioni*, Milano, 1971.

Corsi, F.

- *Le nuove società di capitali*, Milano, 2003.

Costa, C.

- *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1993, 3**, p. 499 ss.

Costi, R.

- *La cooperazione di credito nel quadro della riforma della legislazione cooperativistica*, in *La riforma della legislazione sulle cooperative*. Atti del Convegno di studio sulla

riforma delle società cooperative (Ancona 10-11 marzo 1978) a cura di Bucci e Cerrai, Milano, 1979, p. 341 ss.

- *Privatizzazione e diritto delle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1995, I, p. 77 ss.

- *I patti parasociali*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, p. 113 ss.

- *La Cassazione e i sindacati di voto: tra dogmi e «natura delle cose»*, nota a Cass., 23 novembre 2001, n. 14865, in *Giur. comm.*, 2002, II.

Costi, R - Enriques, L.

- *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, vol. VIII, Padova, 2004.

Cottino, G. e Weigmann, R.

- *Le società di persone*, in G. Cottino-M. Sarale-R. Weigmann, *Società di persone e consorzi*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, vol. III, Padova, 2004.

d'Alessandro, F.

- *Nuovo ruolo dell'assemblea?*, in AA. VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, t. I, Milano, 2002, p. 99 ss.

- *La seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1987, p. 1 ss.

- *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, I, p. 577 ss.

- *«La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata». Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 34 ss.

Dalmartello, A.

- *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1979, I, p. 369 ss.

D'Angelo, S.

- *Sulle clausole limitative al possesso azionario*, in *Riv. dir. civ.*, 1996, II, p. 579 ss.

Davies, P.L: (a cura di.), *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*⁷, London, 2003.

- *Institutional Investors in the United Kingdom*, in D.D. Prentice e P.R. Holland (a cura di), *Contemporary Issues in Corporate Governance*, Oxford, 1993, p. 70 ss.

De Angelo, H, e De Angelo, L.

- *Managerial Ownership of Voting Rights*, 14 *Journal of Financial Economics* 33 (1985).

De Enterría, J.G.

- *Limitación del voto, actuación concertada y ofertas condicionales. Estudios sobre OPAs (II)*, Madrid, 2002.

De Gregorio, A.

- *Delle società e delle associazioni commerciali*, in *Il codice di commercio commentato* coordinato da L. Bolaffio, A. Rocco, C. Vivante, IV, 1938, Torino.

Denozza, F.

- *Responsabilità dei soci e rischio d'impresa nelle società personali*, Milano, 1973.

Dent, G.W., Jr., *Dual Class capitalization: A Reply to Professor Seligman*, 54 Geo. Wash. L. Rev. 725 (1986).

Desana, E.

- *Opa e tecniche di difesa*, Milano, 2003.

- *Le azioni ed il diritto di voto*, in S. Ambrosini (a cura di), *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, Torino, 2003, p. 117 ss.

Di Sabato, F.

- *Manuale delle società*, Torino, 1992.

Dodd, P. e Warner, J.B.

- «*On Corporate Governance: A Study of Proxy Contest*», 11 J. Fin. Econ. 401 (1983).

Druey, J.N.

- *General Report*, in *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, a cura di T. Baums e E. Wymeersch, The Hague, 1999, p. 367 ss.

Easterbrook, F.H. e Fischel, D.R.

- *L'economia della società per azioni*, Milano, 1996 (trad. it. a cura di M. Scalia).

Eisenberg, M.A.

- *Corporations and Other Business Organizations*, 8th ed., New York, 2000.

Elena, N.

- *Le azioni con voto plurimo e con voto altrimenti privilegiato*, Torino, 1927.

Enriques, L.

- *Il conflitto d'interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2000.

- *Capitale, azioni e finanziamento della società europea: quando meno è meglio*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 375 ss.

- *Gruppi piramidali, operazioni intragruppo e tutela degli azionisti esterni: appunti per un'analisi economica*, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 698 ss.

- *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2002

- *Trasferimenti del controllo dissipativi e tutela delle minoranze: l'utilità dell'opa obbligatoria nel contesto italiano*, in AA.VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, t. I, Milano, 2002, p. 569 ss.

Ferran, E.

- *Company Law and Corporate Finance*, Oxford – New York, 1999.

Ferrara, F. e Corsi, F.

- *Gli imprenditori e le società*, 11° ed., Milano, 1999.

Ferrarese, M.R.

- *Della corporate governance ovvero dell'imperfezione del diritto societario*, in AA. VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, t. I, Milano, 2002.

Ferrarini, G.

- *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 10**, Torino, 1993, p. 3 ss.
- *Non riprodurre modelli uguali*, intervista a cura di R. Sabbatini, *Il Sole 24 Ore*, 20 novembre 2003, n. 318, p. 12.
- *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 737 ss.

Ferrel, A.

- *Why Continental European Takeover Law Matters*, Discussion Paper No. 454, 12/2003, consultabile sul sito internet http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/

Ferri, G.

- *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 35 ss.
- *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano* fondato da Vassalli, vol. X, t. III, 3° ed., Torino, 1987.

Ferri G., jr.

- *Finanziamento dell'impresa e partecipazione sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, p. 119 ss.

Fischel, D.R.

- *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock*, 54 U. Chi. L. Rev. 119 (1987).

Flocost, P.N.

- *Toward a Liability Rule Approach to the "One Share, One Vote" Controversy: an Epitaph for the Sec's Rule 19c-4?*, 138 U. Pa. L. Rev. 1761 (1990).

Fois, C.

- *L'autonomia statutaria e i suoi limiti*, in G. Cian (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, p. 107 ss.

Frè, G.

- *Le azioni a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, p. 121 ss.

- *Le azioni a voto plurimo in Francia*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, p. 207 ss.

Galdi, M.

- *Il Codice di Commercio del Regno d'Italia*, I, Napoli, 1888.

Galgano, F.

- *Degli amministratori di società personali*, Padova, 1963.

- *Il nuovo diritto societario*, in *Tratt. di dir. comm. E dir. pubbl. dell'economia*, diretto dall'Autore, XXXIX, Padova, 2003.

Gambino, A.

- *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia statutaria e la risposta legislativa all'esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 641 ss.

- *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1979, I, p. 378 ss.

Gatti, M.

- *Le azioni con voto subordinato all'effettuazione di un'opa e l'«autorizzazione di conferma»*, in *Giur. comm.*, Supplemento al n. 3/04, Numero speciale: *Contributi alla riforma delle società di capitali*, 2004, I, p. 511 ss.

Germain, M.

- *Les sociétés commerciales*, in G. Ripert e R. Roblot (fondato da), *Traité de droit commercial* curato da M. Germain, T. 1, Vol. 2, 18° ed., 2002.

Gilson, R.J.

- *The Political Ecology of Takeovers: Thoughts on Harmonizing the European Corporate Governance Environment*, 61 *Fordham L. Rev.* 161 (1992).

Gliozzi, E.

- *Le condonabili deroghe a norme inderogabili nel nuovo diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 16 ss.

Gomard, B.

- *Denmark*, in *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, cit., p. 57 ss.,

Gordon, J.N.

- *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, 76 *Cal. L. Rev.* 1 (1988)

Grossman, S.J. e Hart, O.D.

- *One Share – One Vote and the Market For Corporate Control*, 20 J. Fin. Econ. 175, 178 ff. (1988).

Grosso, P.

- *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, Milano, 1999.

- *Le categorie di azioni e gli strumenti finanziari non azionari*, in S. Ambrosini (a cura di), *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, Torino, 2003, p. 125 ss.

Guglielmucci, L.

- *Le azioni postergate nelle perdite*, in *Giur. comm.*, 1982, II, p. 884 ss.

Guyon, I.

- *Droit des affaires*, t. 1, *Droit commercial général et sociétés*, 10^e éd., Paris, 1998.

Hansmann, H.

- *The ownership of Enterprise*, Cambridge (Ma.)-London, 1996.

Harris, M. e Raviv, A.

- *Corporate Governance. Voting Rights and Majority Rules*, 20 Journal of Financial Economics 203 (1988).

- *The Design of Securities*, 24 Journal of Financial Economics 255 (1989).

Henn, G.

- *Handbuch des Aktienrechts*, 7. Aufl., Heidelberg, 2002.

Hüffer, U.

- *Aktiengesetz*, 4. Aufl., München, 1999.

Henn, H., e Alexander, J.

- *Laws of Corporations and Other Business Associations*³, 1983.

High Level Group of the Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids

- *Report*, Brussels, 10 gennaio 2002.

High Level Group of the Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe

- *Report*, Brussels, 4 novembre 2002.

Immenga, U.

- *Grenzen einer nachträglichen Einführung von Stimmrechtsbeschränkungen*, in *BB*, 1975, p. 1042 ss.

Jaeger, P.G.

- *L'interesse sociale*, Milano, 1964.

- *Il voto «divergente» nella società per azioni*, Milano, 1976.

- *Gli azionisti: spunti per una discussione*, in *Giur. comm.*, 1993, I, p. 23 ss.
 - *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1979, I, p. 381 ss.
 - *Privatizzazioni; «Public companies», problemi societari*, in *Giur. comm.*, 1995, I, p. 1 ss.
 - *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 175 ss.
- Jensen, M.C. e Meckling, W.H.
- *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in 3 J. Fin. Econ. 305 (1976).
- Kerbel, J.
- *An examination of Nonvoting and Limited Voting Common Shares – Their History, Legality, and Validity*, 15 Securities Regulation Law Journal 37(1987).
- Koppensteiner, H., Rüffler, F.
- *Austria*, in *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, a cura di T. Baums e E. Wymeersch, London, 1999, p. 11 ss.
- Ringleb, H, Kremer, T., Lutter, M., v. Werder, A.
- *Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex*, München, 2003.
- Kropff, B., e Semler, J.
- *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, München, 2004.
- Lamandini, M.
- *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001.
 - *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2003, I, p. 519 ss.
- Lease, R.C., McConnell, J.J., e Mikkelson, W.H.
- *The Market Value of Control in Publicly-Traded Corporations*, 11 J. Fin. Econ 439 (1983).
- Le Cannu, P.
- *Note a Cour de cassation (com.)*, 9-2-1999, in *Revue de sociétés*, 1999, p. 83 ss.
- Lener R., e Tucci, A.
- *La nuova disciplina delle OPA e i poteri della Consob*, in *Società*, 2004, p. 550 ss.
- Levy, H.
- *Economic Valuation of Voting Power of Common Stock*, 38 J. Finance 79 (1983).
- Libonati, B.
- *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999.

- *Prospettive di riforma sulla crisi dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 2001, I, p. 327 ss.

Lordi, L.

- *Sul progetto del nuovo codice di commercio*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, p. 271 ss.

- in *Foro it.*, 1930, I, p. 202 ss.

Lowenstein, L.

- *Shareholder Voting Rights: A Response to Professor Gilson*, 89 *Colum. L. Rev.* 979 (1989).

Marasà, G.,

- *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 6*, Torino, 1993, p. 3 ss.

Marchetti, P.

- *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 562 ss.

Marghieri, A.

- *Delle società e delle associazioni commerciali*, in *Codice di Commercio Commentato* a cura di L. Bolaffio e C. Vivante, Torino, 1929.

Martens, K.

- *Stimmrechtsbeschränkung und Stimmbindungsvertrag im Aktienrecht*, in *AG*, 1993, p. 495 ss.

Martorano

- *Commento all'art. 2348*, in Sandulli e Santoro (a cura di), *La riforma delle società* a cura di Sandulli e Santoro, Torino, 2003.

Meilicke, H.

- *Eigentumschutz für Stimmrechtsbeschränkungen*, *DB*, 1971, p. 1145 ss.

Mignoli, A.

- *Le assemblee speciali*, Milano, 1960.

- *Idee e problemi nell'evoluzione della «company» inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, p. 633 ss. e nuovamente pubblicato in A. Mignoli, *La società per azioni. Problemi – Letture – Testimonianze*, t. I, Milano, 2002, p. 12 ss.

Ministero di grazia e giustizia

- *Codice di commercio. Relazione del Guardasigilli al progetto ministeriale*, Roma, 1940.

Minervini, G.

- *Contro il diritto speciale delle imprese pubbliche «privatizzate»*, in *Riv. soc.*, 1994, p. 740 ss.

Mokal, R.J.

- *The Floating Charge – An Elegy*, consultabile sul sito ssrn.papers.com

Morello, U.

- voce *Frode alla legge*, in *Digesto, Disc. Priv., sez. civ.*, vol. VIII, Torino, 1992.

Montanari, M.

- *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 1996, I, p. 899 ss.

Mossa, L.

- *Diritto commerciale*, I, Milano, 1937.
- in *Ann. di dir. comm.*, 1927, p. 213 ss.

Musso, A.

- *La rilevanza esterna del socio nelle società di capitali*, Milano, 1996.

Nenova, T.

- *The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis*, 68 J. Fin. Econ. 325 (2003).

Nicoletti, P.

- *Le minoranze di controllo nelle società quotate*, in AA. VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, t. I, Milano, 2002, p. 297 ss.

Notari, M.

- *Disposizioni generali della società per azioni. Conferimenti. Azioni*, in AA. VV., *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, Milano, 2003.
- *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2003, I, p. 542 ss.

O'Neal, F.H. & Thompson, R.B.

- *O'Neal's Close Corporations*, 3rd Ed., Chicago, 1987.

O'Neil, T.K.,

- *Rule 19c-4: The SEC Goes Too Far in Adopting a One Share, One Vote Rule*, 83 Northwestern University Law Review 1057(1989).

Oppo, G.

- *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, p. 629 ss.
- *Sui principi generali del diritto privato*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, I, p. 475 ss.
- *Le banche di credito cooperativo tra mutualità, lucratività e «economia sociale»*, in *Riv. dir. civ.*, II, p. 463 ss.

Otto, H.

- *Die Verteilung der Kontrollprämie bei Übernahme von Aktiengesellschaften und die funktion des Höchststimmrechte*, in *AG*, 1994, p. 167 ss.

Paciello, A.

- *Democrazia societaria e voto extrassembleare*, in *Riv. dir. impresa*, 1999, p. 29 ss.

Pardessus, J.M.

- *Corso di diritto commerciale*, II, trad. it. a cura di F. Galiani, Napoli-Palermo, 1857-58.

Partesotti, G.

- *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 2*, Torino, 1991, p. 299 ss.

Pavone La Rosa, A.

- *La teoria dell'«imprenditore occulto» nell'opera di Walter Bigiavi*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, p. 623 ss.

- *I patti parasociali nella nuova disciplina delle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 5 ss.

Pennington, R.

- *Company Law*, 8th ed. London, 2001.

Perna, R.

- *Public company e democrazia societaria*, Bologna, 1998.

Pescatore, in Buonocore (a cura di)

- *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2003.

Pisani Massamormile, A.

- *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 1268 ss.

Portale, G.B.

- *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 146 ss.

Preite, D.

- *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 3**, Torino, 1993, p. 1 ss.

- *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, p. 476 ss.

Prüm, A., e Corbisier, I.

- *Luxembourg*, in *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, a cura di T. Baums e E. Wymeersch, The Hague, 1999, p. 183 ss.

Ratner, D.L.

- *The Government of Business Corporations: Critical Reflections on the Rule of "One Share, One Vote"*, 56 Cornell Law Review 1 (1970).

Ravà, R.

- *Il voto plurimo nella società per azioni*, Bologna, 1929.

Recalde Castells, A.

- *Limitacion estatutaria del derecho de voto en las sociedades de capitales*, Madrid, 1996.

Rescio, G.A.

- *I sindacati di voto*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 3*, Torino, 1994, p. 485 ss.

Rigotti

- *L'opa Credito Romagnolo*, in *Riv. soc.*, 1996, p. 158 ss.

Rivolta, G.C.M.

- *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu e F. Messineo e continuato da L. Mengoni, vol. XXX, t. 1, Milano, 1982.

Rossi, G.

- *Persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa*, Milano, 1967.

- *Le diverse prospettive dei sindacati azionari nelle società quotate e in quelle non quotate*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 1353 ss.

- *Privatizzazioni e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 1994, p. 385 ss.

Rossi, G. e Stabilini, A., *Virtù del meractio e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 1 ss.

Rucellai, C.

- *Sindacato azionario e limite statutario di possesso azionario nelle società privatizzate*, in *Giur. comm.*, 1995, I, p. 901 ss.

Sacchi, R.

- *L'intervento e il voto nell'assemblea della S.p.A.*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 3*, Torino, 1994, p. 203 ss.

- *La partecipazione dei soci ai processi decisionali delle società di capitali*, in AA. VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, t. I, Milano, 2002, p. 182 ss.

Santoro, V.

- *Commento all'art. 2351*, in Sandulli e Santoro (a cura di), *La riforma delle società*, I, Torino, 2003, p. 146 ss.

Santosuosso, D.U.

- *Il principio di libera trasferibilità delle azioni. Eccesso di potere nelle modifiche della circolazione*, Milano, 1993.

- *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, p. 76 ss.

Scialoja, A.

- *Il voto plurimo nelle società per azioni*, Roma, 1925.

- *Il voto plurimo nelle società per azioni* (nota a App. Milano, 11 agosto 1925, Consorzio mobiliare italiano c. Banca industriale in liquidazione), in *Foro it.*, 1925, I, c. 758 ss.

- nota a Cass., 15 luglio 1926, in *Foro it.*, 1926, I, c. 713 ss.

- *Relazione generale*, in Commissione ministeriale per la riforma della legislazione commerciale, *Progetto preliminare per il nuovo codice di commercio*, p. 270 ss.

- *Invalidità del negozio di voto e invalidità della deliberazione di società per azioni*, in *Foro it.*, 1944-1946, c. 90 ss.

Schlesinger, P.

- *Le banche cooperative*, in *Riv. soc.*, 1994, p. 986 ss.

Schneider, U.H.

- *Gesetzliches Verbot für Stimmrechtsbeschränkungen bei der Aktiengesellschaft?*, in *AG*, 1990, p. 56 ss.

Scimemi, E.

- *La vendita del voto nelle società per azioni*, Milano, 2004.

Seligman, J.

- *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, 54 *Geo. Wash. L. Rev.* 687 (1987).

Sena, G.

- *Il voto nella assemblea della società per azioni*, Milano, 1961.

- *Convenzioni di voto e validità del voto*, in *Riv. Soc.*, 1959, p. 466 ss.

Skog, R.

- *Sweden*, in *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, a cura di T. Baums e E. Wymeersch, The Hague, 1999, p. 289 ss.

- *The European Union's proposed takeover directive, the «breakthrough» rule and the Swedish system of dual class common stock*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 1141 ss.

Soprano, E.

- *Trattato teorico-pratico delle società commerciali*, vol. I, Torino, 1934.

Spada, P.

- *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, I, p. 95 ss.
 - *Autorità e libertà nel diritto delle società per azioni*, *ivi*, 1996, I, p. 703 ss.
- Spolidoro, M.S., e Cariello, V.
- *Commento all'art. 2351*, in *Parere dei componenti del Collegio dei docenti del Dottorato di ricerca in Diritto commerciale interno ed internazionale, Università cattolica di Milano*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 1453 ss.
- Sraffa, A.
- in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, p. 210 ss.
- Stanghellini, L.
- *I limiti statutari alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997.
- Tedeschi, F.
- *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1980, I, p. 832 ss.
- Timmerman, L.
- *Netherlands*, in *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, a cura di T. Baums e E. Wymeersch, The Hague, 1999, p. 209 ss.
- Tobio Rivas, A.M.
- *Limitaciones de los derechos de asistencia y voto del accionista*, Madrid, 1996.
- Toffoletto, A.
- *Patti parasociali e società quotate*, in AA. VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, t. I, Milano, 2002.
- Toiviainen, H.
- *Finland*, in *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, The Hague, 1999, p. 77 ss.
- Troplong,
- *Comento del Contratto di Società*, Palermo, 1844, II.
- Ungari, P.
- *Statuti di compagnie e società azionarie italiane (1638-1808). Per la storia delle società per azioni in Italia*, Milano, 1993.
- Vassalli, F.
- *Responsabilità d'impresa e potere di amministrazione nelle società personali*, Milano, 1973.
- Ventoruzzo, M.

- *La disciplina delle misure difensive negli Stati Uniti d'America: spunti di riflessione per la situazione europea*, in AA.VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, t. I, Milano, 2002.

Viandier, A.

- *OPA OPE et autres offres publiques*, Levallois, 2003.

Vidari, E.

- *Corso di diritto commerciale*⁵, vol. II, Milano, 1901.

- *Il nuovo codice di commercio*, p. I, Milano, 1883.

Vighi, A.

- *I diritti individuali degli azionisti*, Parma, 1902.

Visentini, B.

- *Azioni di società*, in *Enciclopedia del diritto*, Milano, 1959, IV, p. 967 ss.

- *I sindacati di voto: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 1988, p. 1 ss.

- *Ancora sui limiti della disciplina privatistica delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1994, p. 729 ss.

- *Privatizzazioni, banche e «public company»*, in *Riv. soc.*, 1994, p. 1042 ss.

Vivante, C.

- *Trattato di diritto commerciale*, II, Milano, 1928.

- *I progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, p. 429 ss.

- *Contributo alla riforma delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, p. 309 ss.

Weigmann, R.

- *Le offerte pubbliche d'acquisto*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 10**, Torino, 1993, p. 317 ss.

- voce *Società per azioni*, in *Digesto Disc. Priv.*, Sez. *Comm.*, XIV, Torino, 1997, p. 338 ss.

- *Luci ed ombre del nuovo diritto azionario*, in *Società*, 2003, fasc. 2bis, p. 270 ss.

Wymeersch, E.

- *Belgium*, in *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, a cura di T. Baums e E. Wymeersch, The Hague, 1999, p. 21 ss.

Zanarone, G.

- *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 58 ss.

Zingales, L.

- *The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience*, 7 Rev. Fin. Studies 125 (1994).

Zöllner, W.

- *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Band 1*, §§ 1-147, Köln-Berlin-Bonn-München, 1985.

Zöllner, W., Noack, U.

- *One share – one vote? Stimmrecht und Kapitalbeteiligung bei der Aktiengesellschaft*, in *AG*, 1991, p. 117 ss.

INDICE-SOMMARIO

<i>Introduzione</i>	1
CAPITOLO PRIMO	7
IL PRINCIPIO «UN'AZIONE, UN VOTO» NELL'EVOLUZIONE STORICA DEL DIRITTO DELLE SOCIETÀ PER AZIONI	7
1. Premessa.....	7
2. L'origine storica del principio «un'azione, un voto».....	9
3. La disciplina del diritto di voto nel codice di commercio francese del 1807 e nei codici di commercio italiani pre-unitari.....	16
4. La disciplina del diritto di voto nei codici di commercio italiani del 1865 e 1882.....	17
5. Il diritto di voto dell'azionista nella disciplina del codice civile del 1942.....	27
CAPITOLO SECONDO	33
IL PRINCIPIO «UN'AZIONE, UN VOTO» DOPO LA RIFORMA DEL DIRITTO SOCIETARIO	33
1. Riforma del diritto societario e disciplina del diritto di voto nell'art. 2351.....	33
2. Profili di diritto comparato. La disciplina statunitense.....	41
2.1. Segue: la disciplina inglese.....	54
2.2. Segue: la disciplina tedesca.....	56
2.3. Segue: la disciplina francese.....	58
2.4. Segue: la disciplina belga, lussemburghese e olandese.....	60
2.5. Segue: la disciplina spagnola e portoghese.....	62
2.6. Segue: la disciplina svedese e finlandese.....	63
3. Il principio di proporzionalità tra potere di voto e ammontare dell'investimento.....	65
4. Principio di proporzionalità e nuovo ordinamento della società per azioni.....	75
5. Dal principio di proporzionalità fra potere e rischio al principio un'azione, un voto.....	83
6. Le preferenze dei mercati finanziari.....	93
7. Osservazioni conclusive.....	95
CAPITOLO TERZO	98
I LIMITI AL DIRITTO DI VOTO: FUNZIONE E OPERATIVITÀ	98

1. Premessa.....	98
2. Incidenza del tipo economico-sociale della singola società sulla valutazione degli effetti dei limiti statutari al diritto di voto.	99
3. La funzione dei limiti statutari al diritto di voto nelle società che non fanno appello al mercato del capitale di rischio.	103
4. La funzione dei limiti statutari ai diritti di voto nelle società che fanno appello al mercato del capitale di rischio.	112
4.1. Segue: critica della tesi che fa perno sulla contrarietà all'interesse sociale dei takeover governati dalla normativa italiana.....	118
4.2. Segue: osservazioni a margine dell'orientamento favorevole alla previsione di limiti statutari al diritto di voto soggetti alla break-through rule.....	125
4.3. Segue: le perplessità sulla motivazione della democratizzazione del governo societario.	131
5. Osservazioni (ulteriori) sul concetto di democrazia azionaria.....	133
CAPITOLO QUARTO	143
I LIMITI STATUTARI AL DIRITTO DI VOTO NELLE SOCIETÀ PER AZIONI:	
DISCIPLINA	143
1. I limiti statutari al diritto di voto (Höchststimmrechte) nel diritto tedesco.	143
2. Tipologia di clausole statutarie che limitano i diritti di voto degli azionisti.....	153
3. Sul voto capitario.	160
4. Limiti al diritto di voto e quorum assembleari.....	163
5. Limiti al diritto di voto e categorie di azioni.	167
6. Ambito soggettivo di applicazione dei limiti statutari al diritto di voto.	169
7. Limiti al diritto di voto e uguaglianza degli azionisti.	175
7.1. Segue: le disuguaglianze fra azionisti di derivazione legislativa.....	187
8. Inosservanza dei limiti statutari al diritto di voto.	189
9. Sulla sorte della clausola limitativa del diritto di voto nelle società per azioni che acquisiscono lo status di società facente appello al mercato del capitale di rischio.	190
10. Adozione e rimozione di una clausola limitativa dei diritti di voto nel corso della vita della società.....	197
11. Delibera di introduzione di limiti al diritto di voto e abuso di potere.....	206
12. Clausole limitative del diritto di voto nelle società a responsabilità limitata.	208

CAPITOLO QUINTO.....	214
I LIMITI AL POSSESSO AZIONARIO	214
1. Efficacia della clausola di limitazione dei possessi azionari,	214
2. Sull'ammissibilità di limiti al possesso azionario nelle società che fanno appello al mercato di capitale di rischio.	219
2.1. Segue: Sulle clausole limitative dei possessi azionari contenute in patti parasociali relativi a società quotate.....	232
 BIBLIOGRAFIA	 234